

Il/la sottoscritto/a

COGNOME | Guaragnella

NOME | Paolo

Matr. | 1287754

Titolo della tesi:

Fusioni transfrontaliere e profili di tutela degli azionisti

Dottorato di ricerca in | Diritto dell'impresa

Ciclo | XXIII

Tutor del dottorando | Prof. Marco Ventoruzzo

Anno di discussione | 2011

DICHIARA

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

- 1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;
- 2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999 prot. n. 224/1999, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;
- 3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);
- 4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:
 - tesi di dottorato (titolo *tesi*) ;
 - ;
 - di (*cognome e nome del dottorando*) ;
 - discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno
(*anno di discussione*);
 - La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università

Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;

- **solo nel caso sia stata sottoscritta apposita altra dichiarazione con richiesta di embargo:** La tesi è soggetta ad embargo della durata di mesi (indicare durata embargo);
- 5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviata ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;
- 6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- 7) **scegliere l'ipotesi 7a o 7b indicate di seguito:**
 - 7a) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo;

Data 31 Gennaio 2011

F.to (Paolo Guaragnella) _____

Indice

Introduzione

Capitolo I

Fusioni transfrontaliere: fenomenologia e disciplina

1. *Fenomenologia delle fusioni nei mercati europeo e statunitense (in un'ottica di analisi economica del diritto)*
2. *Fenomenologia delle fusioni (in un'ottica di diritto antitrust)*
3. *Le motivazioni alla base delle fusioni transfrontaliere*
4. *L'approvazione della direttiva comunitaria sulle fusioni transfrontaliere*
5. *Il contesto giuridico giurisprudenziale antecedente alla direttiva*
6. *Concorrenza tra ordinamenti à l'europea*
7. *La sentenza Sevic*
8. *Problematiche internazionalprivatistiche inerenti le fusioni transfrontaliere*
9. *La direttiva 2005/56/CE*
10. *Il decreto italiano di attuazione della direttiva comunitaria sulle fusioni transfrontaliere*

Capitolo II

La tutela degli azionisti nelle operazioni di fusione transfrontaliera

1. *Interessi rilevanti nell'ipotesi di fusione: la società*
2. *Gli interessi particolari dei soci (segue)*
3. *La tematica della protezione degli azionisti a livello comunitario*
4. *La disciplina prevista dal d.lgs. n. 108/2008*
5. *Gli strumenti di tutela previsti dall'ordinamento italiano: i rimedi reali*
6. *Rimedi obbligatori (segue)*
7. *Il diritto di recesso*
8. *Considerazioni conclusive*
9. *Ambito di applicazione del recesso in relazione alla costituzione di una Società Europea*
10. *Il rimborso delle azioni dei soci recedenti*

Capitolo III

Profili comparatistici

SEZIONE I

L'appraisal right: elementi caratteristici dell'istituto

SEZIONE II

I Deal Protection Devices

Fusioni transfrontaliere e profili di tutela degli azionisti

Introduzione

Il presente lavoro si propone di investigare la fattispecie delle fusioni transfrontaliere, ossia fusioni tra società soggette alla legislazione di Stati membri diversi. La ragione dell'interesse per tale tematica deriva dall'accresciuta importanza che essa sta rivestendo all'interno del contesto comunitario in seguito ad alcuni interventi legislativi e giurisprudenziali da parte delle istituzioni CE. Gli interventi in parola nascono dall'esigenza delle imprese europee di operare liberamente nel mercato unico, la cui realizzazione passa anche attraverso il riconoscimento di una piena mobilità degli operatori economici che agiscono all'interno dello stesso. Le sentenze della Corte di Giustizia dell'Unione Europea ("CGCE"¹) in tema di libertà di stabilimento, da una parte, e la direttiva sulle fusioni transfrontaliere e il regolamento sulla Società europea, dall'altra, mirano per l'appunto a rimuovere gli ostacoli che le società comunitarie potrebbero incontrare allorché decidano di operare su scala transfrontaliera. L'opportunità di questa azione, inoltre, è supportata anche da dati e studi empirici, i quali dimostrano i benefici in termini di valore che le operazioni di concentrazione possono creare. Nella

¹ Si utilizzerà ancora l'acronimo "CGCE" in quanto le pronunce in commento sono antecedenti all'entrata in vigore del Trattato di Lisbona del 1° dicembre 2009, in virtù del quale l'Unione Europea si è dotata di personalità giuridica ed ha rilevato le competenze giuridiche precedentemente conferite alla Comunità europea.

conduzione della presente indagine, infatti, si utilizzeranno frequentemente dati e studi economici per argomentare le conclusioni cui si giungerà.

Il primo capitolo sarà dedicato all'analisi della fattispecie "fusioni transfrontaliere" alla luce del contesto normativo, italiano e comunitario, e dell'interpretazione offerta dalla CGCE, analizzando anche le possibili conseguenze di una liberalizzazione della scelta della *lex societatis* che rafforzi la c.d. concorrenza tra ordinamenti. Si tenga infatti presente che le fusioni *cross-border* sono una delle modalità più pratiche per realizzare un mutamento dell'ordinamento di appartenenza, senza incorrere in inefficienti processi di liquidazione e ricostituzione della società. Nel corso dell'analisi, ci si soffermerà su alcune problematiche di carattere pratico e, trattandosi di un lavoro multi-disciplinare, si darà particolare enfasi alle questioni internazionalprivatistiche che le fusioni transfrontaliere inevitabilmente sollevano.

Nel secondo capitolo, invece, si focalizzerà l'attenzione sulla protezione degli azionisti in relazione alle suddette operazioni. Si analizzeranno gli strumenti offerti sia dall'ordinamento italiano, sia da altri ordinamenti europei, concentrandosi sul diritto di recesso, considerato, a parere di chi scrive, il rimedio che meglio risponde alle esigenze degli azionisti di società commerciali e di un sistema economico moderno. Oggetto dell'indagine saranno principalmente le società di medio-grandi dimensioni, in Italia tipicamente le s.p.a., per ragioni di carattere pratico e scientifico. Sebbene la direttiva comunitaria sia rivolta a tutte le società di capitali e quindi anche a quelle di piccole dimensioni, è presumibile che facciano ricorso a fusioni intra-comunitarie soprattutto società di grandi dimensioni che già operino in più Stati. Inoltre, la disciplina dettata dal

legislatore italiano in tema di recesso di s.p.a. presenta profili di maggiore interesse scientifico in quanto si presta ad interpretazioni più elaborate. Per quanto riguarda le s.r.l., infatti, l'art. 2473 c.c. prevede il recesso del socio in caso di fusione *tout court*: pertanto non residuano particolari spazi di riflessione circa l'operatività o non del rimedio qualora l'operazione abbia carattere *cross-border*.

Infine, cercando di capitalizzare un'esperienza di ricerca negli Stati Uniti, si è cercato di operare un parallelo tra il rimedio di *exit* riconosciuto dall'ordinamento americano (*l'appraisal right*) e quello proprio di alcuni sistemi continentali europei (il diritto di recesso). La conclusione cui si giungerà è di considerare quest'ultimo più efficace per la tutela degli interessi dei soci-investitori, quantomeno nelle società c.d. chiuse, le cui azioni non abbiano un mercato in cui essere scambiate agevolmente. Nella seconda sezione dell'ultimo capitolo si è poi studiato un peculiare strumento di protezione degli accordi, particolarmente diffuso nella cultura anglosassone, ma ancora poco conosciuto in Europa continentale. Per questa ragione i *deal protection devices* - e specificamente le *termination fees* - stimolano la curiosità dell'interprete, soprattutto sotto il profilo della compatibilità con un ordinamento straniero e alla luce delle prospettive future di apertura del mercato unico: l'incremento di fusioni tra società di diversi Stati membri presumibilmente accelererà il processo, già in corso, di reciproca influenza tra i modelli nazionali. E' facile quindi immaginare che dei legali britannici negozino l'inserimento di queste particolari clausole in accordi che vedano come controparti soggetti di altre culture giuridiche e a cui tali previsioni risultino perlopiù sconosciute. Ancora, un'effettiva integrazione del mercato europeo dovrebbe aumentare le probabilità di offerte concorrenti che le *break fees* sono, appunto, volte a contrastare.

Fusioni transfrontaliere e profili di tutela degli azionisti

Capitolo I

Fusioni transfrontaliere: fenomenologia e disciplina

1. Fenomenologia delle fusioni nei mercati europeo e statunitense (in un'ottica di analisi economica del diritto)

Negli ultimi 30 anni, in Europa, si sono susseguite due "ondate" di fusioni di differente portata. Una prima, minore, si è verificata nel corso del quinquennio 1987 – 1992; una seconda, invece, negli anni 1995 – 2001. In entrambe le circostanze, il fenomeno europeo è succeduto ad uno analogo verificatosi negli Stati Uniti, ma, mentre i contributi scientifici sull'esperienza americana sono stati copiosi, l'analisi del fenomeno relativo al mercato del vecchio continente non ha quasi avuto sviluppo². La ragione può essere individuata nella circostanza oggettiva della anteriorità delle *merger waves* statunitensi (1983 – 1989 e 1993 - 2000)³, la quale

² Per un'analisi in chiave multidisciplinare dei procedimenti di fusione e acquisizione, vd. S. SUDARSANAM, *Creating value from Merger & Acquisition: the challenges, an integrated and international perspective*, 2003.

³ Per una disamina cronologica delle "ondate" di fusioni negli Stati Uniti, vd. M. LIPTON, *Merger waves in the 19th, 20th and 21st Centuries*, 2006, consultabile sul sito: [http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/\\$FILE/Merger%20Waves_Toronto_Lipton.pdf](http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/$FILE/Merger%20Waves_Toronto_Lipton.pdf), (ultima visita: dicembre 2010).

potrebbe portare a considerare le "ondate" europee conseguenti rispetto alle prime e per questo meno interessanti sotto il profilo scientifico.

Partendo quindi dall'esperienza americana, diverse teorie sono state sviluppate per individuare i fattori alla base del fenomeno.

(i) Secondo la teoria c.d. *neoclassica*, le *merger waves* sarebbero determinate da esigenze industriali ed in particolare dai mutamenti del panorama economico. Lo strumento della fusione, infatti, risulta essere il metodo più semplice e conveniente per adeguare la struttura aziendale alle nuove esigenze di mercato⁴. Secondo questa ricostruzione, i controlli esterni e gli incentivi agli amministratori legati alle *performance* aziendali farebbero sì che gli amministratori perseguano l'obiettivo della massimizzazione del valore delle partecipazioni sociali nel lungo periodo. Pertanto le operazioni societarie sarebbero orientate ad incrementare il valore della società in presenza di sinergie.

Le "ondate" di fusioni, inoltre, si verificherebbero in seguito a *shock* economici globali, *i.e.* l'istituzione del mercato unico europeo⁵. Ciò, però,

⁴ *Inter alia* vd. J.F. WESTON, *Mergers & Acquisitions as Adjustment Process*, in *Journal of Industry, Competition and Trade*, 2001, p. 395.

⁵ B.W. BLUNCK – J. BARTHOLDY – T. POULSEN, *What drives Private and Public Merger Waves in Europe?*, 2009, consultabile sul sito: www.ssrn.com. Con riferimento al mercato Americano, vd. R. BRUNER, *Applied Mergers & Acquisitions*, 2003; M.L. MITCHELL – J.H. MULHERIN, *The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity*, in *J. Fin'l Econ.*, 1996, pp. 193 ss. Nel settore bancario, ad esempio, l'incremento delle operazioni di M&A negli ultimi vent'anni è stato determinato dal mutamento dello scenario internazionale dove il progresso tecnologico, la deregolamentazione e la maggiore tendenza verso l'integrazione dei mercati, hanno favorito l'insorgere di una sempre maggiore concorrenza. Lo sviluppo tecnologico, in particolare dell'informatica e delle telecomunicazioni, ha portato un grande cambiamento nel settore. Il grande aumento della velocità dell'elaborazione e della telecomunicazione dell'informazione ha permesso di ridurre i costi di transazione, di sviluppare nuove tecniche di gestione del rischio, di offrire una sempre più vasta gamma di servizi e prodotti finanziari ad un numero crescente di clienti in aree geografiche più vaste superando i vincoli della presenza fisica sul territorio e garantendo la possibilità di entrare in nuovi mercati, cfr. P. ANGELINI – N. CETORELLI, *The Effect of Regulatory Reform on Competition in Banking Industry*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

non è di per sé sufficiente, essendo altresì necessario che vi sia nel mercato dei capitali una sufficiente liquidità, accompagnata da bassi costi di transazione che, generando un alto numero di operazioni, facilitino la crescita economica⁶.

(ii) L'approccio orientato al mercato, invece, teorizza il ruolo determinante dei comportamenti – sovente irrazionali – degli investitori, i quali determinerebbero delle valutazioni di società notevolmente distanti dal loro reale valore di mercato. Di conseguenza, le società temporaneamente sopravvalutate, per incrementare nel lungo periodo il proprio valore, sarebbero spinte ad incorporare società il cui valore sia più coerente rispetto a quello reale e pertanto meno sovra-stimato, offrendo in concambio azioni proprie. Sebbene, infatti, a seguito dell'incorporazione il valore delle azioni della società incorporante A diminuisca, ciò nondimeno questo avrebbe subito un decremento maggiore nel lungo periodo in assenza della transazione. Tale incremento di valore avviene a scapito degli azionisti della società incorporata B⁷.

Questa ricostruzione potrebbe risultare aderente all'ultimo periodo antecedente la crisi economica che ha colpito i mercati mondiali nel settembre 2008. Sebbene non vi sia unanimità nel considerare il quinquennio 2003-2008 come protagonista di una nuova ondata di fusioni⁸, qualora lo si considerasse tale, la situazione verificatasi apparirebbe coerente con la ricostruzione offerta dalla prospettiva *market-driven*: è infatti un dato acquisito che sulla spinta del ciclo positivo di

⁶ J. HARFORD, *What Drives Merger Waves?*, in *J. Fin'l Econ.*, 2005, pp. 530 ss.

⁷ Per una ricostruzione delle ragioni che spingono gli amministratori della società incorporata ad accettare il concambio con azioni di una società il cui valore è sovra-stimato, vd. A. SCHLEIFER – R. VISHNY, *Stock market driven acquisitions*, in *Journal of Financial Economics*, 2003, p. 295 ss. e M. RHODES KROPF – S. VISHWANATHAN, *Market valuation and merger waves*, in *Journal of Finance*, 2004, p. 2685 ss.

⁸ Vd. M. LIPTON, (nt. 2), p. 4.

mercato, gli analisti finanziari abbiano ottimisticamente ecceduto in svariati casi nelle determinazioni dell'*enterprise value* nel contesto di operazioni di M&A, giungendo, ad esempio, ad utilizzare come moltiplicatore dell'EBITDA coefficienti estremamente elevati, inappropriati rispetto al valore reale delle società.

(iii) La teoria dei c.d. costi di agenzia riconduce le *merger waves* agli incentivi agli amministratori per i risultati ottenuti nel breve termine legati alla crescita dell'azienda e al desiderio degli stessi di "costruire un impero" per l'accrescimento del prestigio personale e per garantirsi una base remunerativa più consistente anche per il futuro. Questa teoria implica necessariamente una sostanziale libertà del *management* nel compiere autonomamente operazioni straordinarie e corrispondentemente una mancanza di controlli esterni sull'operato in questione. Questa ricostruzione postula, però, a differenza delle altre precedentemente illustrate, una probabile distruzione di valore nel lungo periodo⁹.

2. Fenomenologia delle fusioni (in un'ottica di diritto antitrust)

In linea generale, ad esclusione che nella teoria dei costi di agenzia, da ultimo richiamata, le fusioni tendenzialmente contribuiscono a sviluppare la competitività delle imprese sui mercati e a ridurre le

⁹ M.C. JENSEN, *Agency Costs of Overvalued Equity*, in *Financial Management*, 2005, p. 5 ss.

inefficienze legate all'allocazione sub-ottimale delle risorse¹⁰. Un'allocazione è efficiente qualora (i) il prezzo di un bene è uguale al costo marginale della sua produzione e (ii) l'offerta è uguale alla domanda. È evidente, però, che la coesistenza di queste due variabili sia frutto di una semplificazione teorica in quanto essa presuppone che nel mercato di riferimento vi sia omogeneità perfetta dei prodotti, l'assenza di barriere all'ingresso (e quindi di costi iniziali), l'inesistenza di economie di scala e simmetria informativa tra venditori e acquirenti su tutte le condizioni di mercato: prezzi, condizioni di vendita, qualità dei prodotti etc. In altre parole, il modello *de quo* ipotizza un mercato caratterizzato dalla presenza di una molteplicità di piccole imprese, nessuna delle quali in grado di influenzare le condizioni di mercato. Inoltre, per massimizzare il *surplus* economico è necessario che tali condizioni siano soddisfatte contemporaneamente in tutti i mercati (e non solo in quello di riferimento)¹¹; questa ricostruzione prende il nome di "teoria di equilibrio economico generale" o equilibrio Walrasiano, dal nome dell'economista francese Marie Esprit Léon Walras.

Sulla scorta di un'analisi empirica, invece, risulta che le odierne strutture di mercato siano caratterizzate da oligopoli, ossia poche imprese concorrenti di dimensioni relativamente significative in relazione alle dimensioni del mercato nel suo complesso. Ne consegue una stretta

¹⁰ L'efficienza allocativa si realizza quando l'allocazione delle risorse è tale da non poter apportare miglioramenti al sistema, in particolare non si può migliorare la condizione di un soggetto senza peggiorare la condizione di un altro, vd. V. PARETO, *Trattato di sociologia generale*, 1916; ID., *Corso di economia politica*, 1948. Per una critica autorevole a tale teoria, vd. A. SEN, *The impossibility of a Paretian Liberal*, in *Journal of Political Economy*, 1970, nel quale si intende dimostrare matematicamente l'impossibilità della coesistenza tra il concetto di ottimo paretiano, basato sull'efficienza, e il liberalismo.

¹¹ Cfr. K. ARROW – G. DEBREU, *Existence of Equilibrium for a Competitive Economy*, in *Econometrica*, 1954, pp. 265 ss.; G. DEBREU, *Theory of Value*, 1959; L.W. MCKENZIE, *On the Existence of General Equilibrium for a Competitive Market*, in *Econometrica*, 1959, pp. 54 ss.

interdipendenza tra i *competitors* tale che una decisione - in termini di prezzo e/o offerta - di un'impresa incide sui profitti delle altre¹².

Da studi teorici e pratici¹³ emergerebbe che l'oligopolio sia la struttura di mercato che più si avvicina in termini di efficienza e di risultati alla concorrenza perfetta: esso produrrebbe effetti positivi sul benessere collettivo in quanto porrebbe condizioni eccellenti per l'efficienza dinamica. Innanzitutto per la creazione di economie di scala e di gamma che permetterebbero una riduzione dei prezzi di vendita. La pressione esercitata dalle imprese concorrenti stimolerebbe, inoltre, l'innovazione e la ricerca al fine di ottenere vantaggi rispetto ai concorrenti. E' la Ricerca & Sviluppo uno dei temi che caratterizza l'oligopolio rispetto ad un mercato concorrenziale in cui competono imprese di piccole dimensioni, che proprio a causa delle scarse risorse avrebbero maggiori difficoltà nel promuovere tale attività e nell'accedere al mercato dei capitali¹⁴.

Stante quanto sopra, è evidente che le concentrazioni¹⁵ (ricorrendo alla terminologia propria del diritto della concorrenza) costituiscano lo strumento più agevole per il raggiungimento della dimensione ottimale. In

¹² Un valido strumento di analisi del meccanismo in parola è la c.d. teoria dei giochi per la cui analisi si rinvia a J. VON NEUMANN - O. MORGENSTERN, *The Theory of Games and Economic Behavior*, 1944; tale teoria è stata successivamente sviluppata, tra i vari, da J. NASH, *Equilibrium Points in N-Persons Games*, in *Proceedings of the National Academy of Science*, 1950, p. 48 ss. e Id., *Non-Cooperative Games*, in *Econometrica*, 1951, p. 155 ss.

¹³ U. SCHWALBE - D. ZIMMER, *Law and Economics in European Merger Control*, 2009, p. 26 ss.; A. PAPPALARDO, *Il diritto comunitario della concorrenza*, 2007, pp. 11 ss., il quale sottolinea la necessità che gli oligopolisti si comportino da rivali; X. VIVES, *Oligopoly pricing: old ideas and new tools*, 1999, p. 90 ss.; M.K. PERRY - R.H. PORTER, *Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger*, in *American Econ. Rev.*, 1985, pp. 219 ss.

¹⁴ In questo senso il rapporto di L. Navarro, realizzato per la Direzione Generale Imprese della Commissione Europea, "*Industrial Policy in the Economic Literature*", in *Enterprise Papers*, n. 12, 2003, sebbene non ravvisi una correlazione diretta tra dimensioni dell'impresa e inclinazione all'innovazione.

¹⁵ In questo lavoro, ogni utilizzo del termine "concentrazioni" dovrà essere inteso come un riferimento alla sola fattispecie delle fusioni, che costituiscono la prima ipotesi disciplinata dal Regolamento CE n. 139/2004.

alternativa, l'impresa dovrebbe ottimizzare la propria attività produttiva, incrementando così la propria quota di mercato a scapito dei concorrenti ed è facile immaginare quanto questo scenario richieda più tempo e maggiori costi rispetto ad una fusione. L'entità risultante dall'operazione, infatti, disporrà di regola di un patrimonio complessivo pari alla somma delle due imprese partecipanti alla fusione. Ciò comporterà un aumento della quota di mercato, un miglioramento delle strutture distributive, tecnologiche, finanziarie etc. Sono altresì evidenti i rischi connaturati ad un'operazione di concentrazione poiché l'effetto più diretto ed immediato è "il venir meno della concorrenza tra le imprese partecipanti"¹⁶. La funzione delle autorità *antitrust* è, però, proprio quella di controllare e vietare le operazioni abusive che possano produrre l'effetto di restringere la concorrenza in un mercato¹⁷. Nell'ambito di tale attività, le autorità dovranno tener conto delle condizioni effettive del mercato rilevante in quanto non è possibile emettere un giudizio generale sulle dimensioni ottimali delle imprese, ma sarà opportuno valutare caso per caso l'utilità dell'ampliamento¹⁸.

Discorso a parte meritano i c.d. monopoli naturali, ossia quei mercati nei quali la struttura di costo e la dimensione della domanda permettono

¹⁶ Così gli "Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese", pubblicati in GUCE n. C 031 del 05/02/2004, n. 24.

¹⁷ Si registra comunque un tendenziale *favor* da parte della Commissione Europea nel valutare le operazioni di concentrazione: dal 21 settembre 1990 (data di entrata in vigore del Regolamento CE) e al 31 gennaio 2010, su 4293 operazioni notificate, solo 20 (pari al 0,465%) non hanno ricevuto l'autorizzazione e in 4 casi l'Autorità ha disposto la riconduzione alla situazione ante-fusione; dati disponibili sul sito <http://ec.europa.eu/competition/mergers/statistics.pdf>.

¹⁸ Cfr. *Memorandum sulle concentrazioni* della Commissione Europea, 1965, p. 7. Nella valutazione di una concentrazione dovranno essere necessariamente tenuti in considerazione i fattori caratterizzanti un dato contesto di mercato, *i.e.* la natura dei prodotti, i processi di fabbricazione, la dimensione dei mercati, la trasparenza delle condizioni di offerta dei prodotti, il *countervailing power* dei concorrenti potenzialmente colludenti.

soltanto a pochissime imprese, se non addirittura ad una soltanto, di raggiungere la "scala ottimale minima", *i.e.* quel livello di produzione tale da permettere la massima efficienza produttiva. Gli elevati costi fissi, la dimensione delle reti utilizzate e la non saturazione della capacità disponibile, infatti, renderebbe una duplicazione della struttura inefficiente e l'aumento dei costi si rifletterebbe in prezzi più alti per i consumatori¹⁹. La privatizzazione – in linea generale da considerarsi positivamente – dei "monopoli di fatto", i quali sino a qualche anno fa erano sinonimo di proprietà pubblica, non appare ad avviso di chi scrive la soluzione ottimale nell'ottica della massimizzazione del benessere complessivo. Stanti i benefici del libero mercato, in un mercato in cui possano confrontarsi imprese secondo le regole della domanda e dell'offerta, in un mercato necessariamente monopolistico i suddetti benefici sono *di per sé* esclusi; si abbia a mente alcuni settori in cui le privatizzazioni non hanno portato ad un miglioramento dei servizi, bensì ad un incremento dei prezzi (ad es. autostrade, aeroporti). In tali mercati, infatti, il monopolista sceglierà il prezzo del servizio (o la quantità di prodotti da offrire) sulla base della massimizzazione del profitto per l'impresa stessa. In termini macroeconomici, il prezzo di equilibrio sarà maggiore dei costi marginali e pertanto l'equilibrio allocativo sarà inefficiente. Inoltre, il monopolista non subirà la pressione competitiva di potenziali *newcomers* e ciò si tradurrà in un disincentivo all'innovazione²⁰. Sarebbe invece auspicabile che la privatizzazione sia accompagnata da una regolamentazione settoriale per evitare comportamenti abusivi e/o prezzi elevati o discriminatori. Sono state prospettate due modalità per ridurre l'asimmetria informativa e incrementare l'efficacia della regolamentazione: (A) la concorrenza *per il*

¹⁹ S. RIELA, *La politica della concorrenza e la competitività*, disponibile sul sito <http://www.intertic.org/ItalianPapers/Riela.pdf>, 2006, p. 45 ss.

²⁰ U. SCHWALBE – D. ZIMMER, (nt. 12), p. 25 ss.

mercato e (B) la regolamentazione per comparazione. Nel primo caso è stata ipotizzata una procedura d'asta basata sul prezzo più basso o, nel caso il prezzo sia fissato dall'autorità competente, sulla compensazione più bassa per il servizio. Nell'ipotesi (B), invece, si è proposto un confronto tra le *performance* delle imprese che operano in condizioni simili o in zone geografiche paragonabili. In ipotesi di monopoli naturali, però, operazioni di concentrazione potrebbero diminuire l'efficacia dei provvedimenti in argomento, riducendo il numero delle imprese partecipanti alle aste o comparabili; un'apertura dei mercati attraverso la facilitazione di operazioni transfrontaliere potrebbe ridurre il potenziale anti-competitivo di imprese di grande dimensione²¹. In alcuni settori, inoltre, la regolamentazione potrebbe avere anche una portata temporalmente limitata, volta a gestire la fase transitoria dal monopolio pubblico al libero mercato; si pensi alla progressiva deregolamentazione che caratterizza il settore delle telecomunicazioni, sia a livello comunitario, sia a livello nazionale, ed ai benefici che questa ha determinato.

3. Le motivazioni alla base delle fusioni transfrontaliere

Analizzando la questione in un'ottica microeconomica, l'obiettivo ultimo di una società acquirente/incorporante nell'ambito di una fusione è quello di generare un maggiore flusso di cassa, scontato del tasso di

²¹ S. RIELA, *Fusioni tra public utilities e benessere del consumatore*, disponibile sul sito http://www.captha.it/public/editor/File/Captha_Ticonzero_articolo_Fusioni_tra_public_utilities_e_benessere_del_consumatore.pdf, 2008, p. 5.

rischio²²; ciò può realizzarsi attraverso diverse modalità: semplice somma dei flussi di cassa delle società coinvolte, operazioni di ingegneria finanziaria, economie di scala o di gamma, miglioramento della gestione dell'impresa, modifiche della struttura del capitale.

Le ragioni che possono guidare il processo di scelta della società da incorporare (la c.d. *target*) sono classificabili, in estrema sintesi, in due tipologie: 1) ragioni c.d. industriali e 2) ragioni c.d. finanziarie.

1) Alla prima categoria devono essere ricondotte le operazioni – cui si è tendenzialmente fatto riferimento in precedenza – volte a creare sinergie, in cui partecipano alla fusione imprese concorrenti (integrazioni orizzontali), operanti in diversi livelli della catena produttiva, ad es. produttore e distributore (integrazioni verticali), ovvero attive in mercati collegati, ma non in rapporto di concorrenza attuale o potenziale (integrazioni conglomerati)²³. Nel primo caso l'obiettivo è quello di ottimizzare i canali distributivi, ridurre il numero dei concorrenti, aumentare il margine di reddito (attraverso la riduzione/ottimizzazione dei costi fissi, la creazione di economie di scala o di gamma, lo sfruttamento di vantaggi industriali quali *know-how*, marchi e brevetti)²⁴, incrementare il patrimonio sociale, ridistribuire il capitale in eccesso. Nel secondo caso, invece, un'impresa produttrice può mirare a ridurre il rischio di dipendenza dai propri fornitori o vice-versa²⁵, rendere più sicuro l'approvvigionamento o lo smercio dei prodotti, ridurre i costi di *outsourcing*. Infine, le concentrazioni conglomerati permettono, dal lato dell'offerta, di ridurre i

²² E.L. MILLER JR., *Mergers and Acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*, 2008, p. 8.

²³ M.A. HITT – J.S. HARRISON – R.D. IRELAND, *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*, 2001, pp. 12 ss.; A. PAPPALARDO, (nt. 12), pp. 561 ss.

²⁴ N. AL NAJJARI – S. PERON, *Le fusioni transfrontaliere di società di capitali: uno sguardo d'insieme*, in *Cont. Imp. Eur.*, 2005, p. 724 ss.

²⁵ E.L. MILLER JR., (nt. 21), p. 12.

costi marginali allorché permettano di produrre beni complementari, e dal lato della domanda di ridurre i costi di transazione acquisendo un insieme di prodotti complementari²⁶.

2) Le fusioni guidate da ragioni finanziarie possono essere inquadrare o in un'operazione più ampia, ovvero quali semplici conseguenze di un'operazione eseguita "a leva" in cui la fusione ha l'unica funzione di trasferire sulla *target* il debito contratto dalla società costituita appositamente per acquisire il controllo della stessa (*merger leveraged buy-out*). In quest'ultima ipotesi, la valutazione di profittabilità dell'operazione si baserà sulla rimborsabilità del debito attraverso i flussi di cassa generati dalla *target*, e cioè sulla possibilità che il rapporto tra capitale e debito possa ulteriormente essere ridotto senza vanificare le prospettive reddituali dell'impresa. Una fusione potrà altresì avere la funzione di razionalizzare la struttura di un gruppo societario, accorciando la c.d. "catena di controllo" in funzione di un più diretto pagamento dei dividendi. Ulteriori ragioni possono essere individuate nell'esigenza di ottimizzare l'allocazione delle risorse finanziarie attraverso l'assorbimento delle eccedenze di liquidità di un'azienda e la compensazione con il deficit dell'altra, ovvero di migliorare la struttura finanziaria grazie alla riduzione del capitale di terzi e la redditività del rendimento del capitale proprio. Infine, una fusione può avere come obiettivo il perseguimento dell'efficienza fiscale, ma quest'ultima tematica esula dai propositi e dall'economia del presente studio.

A livello transfrontaliero il panorama si arricchisce di ipotesi, che tendenzialmente divergono in base al contesto geografico; è stato infatti notato che il fenomeno della "incorporazione" in una società di uno Stato

²⁶ P. FATTORI – M. TODINO, *La disciplina della concorrenza in Italia*, 2004, pp. 271 ss.

diverso può avere propositi diversi a seconda che si abbia a riferimento il mercato statunitense o quello comunitario²⁷. In quest'ultimo caso, fanno ricorso al "mercato delle regole" società di piccole dimensioni, con un azionariato a base ristretta e che non sono di regola contendibili. Gli elementi che sembrano guidare gli amministratori nella scelta di un altro paese comunitario in ossequio alla cui legge incorporare la propria società sono elementi per così dire "di costo": la differente disciplina che regola il capitale sociale minimo, la lunghezza e i relativi costi di un processo di iscrizione della società in un nuovo ordinamento, le spese relative alla *compliance* alle discipline speciali dei mercati regolamentati, dei titoli mobiliari e dei regimi fiscali, i costi legali²⁸. Di contro, negli Stati Uniti la l'incorporazione in una società di uno Stato distinto rispetto a quello di origine avviene sovente in una fase successiva della vita della società (si parla infatti di *reincorporation*), quando ormai, cioè, questa ha raggiunto delle dimensioni in termini di compagine azionaria e di volume d'affari rilevanti, al principale scopo di poter beneficiare di una legislazione più idonea agli interessi della data impresa²⁹. Nello specifico, la *State Corporate law* del Delaware si caratterizza per essere particolarmente efficace nell'attrarre investitori, per il fatto di essere una legislazione chiara, supportata dall'esperienza e dalla prevedibilità delle decisioni dei

²⁷ M. VENTORUZZO, "Cost-based" and "Rule-based" Regulatory competition: Markets for Corporate Charters in the U.S. and the EU, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

²⁸ Per un'analisi approfondita, vd. M. BECHT, C. MAYER, H.F. WAGNER, *Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com.

²⁹ La grande maggioranza delle società americane (più del 50% delle società quotate e il 63% di quelle del segmento "Fortune 500" del New York Stock Exchange) di grandi dimensioni è incorporata nello Stato del Delaware, dando vita così al c.d. "effetto Delaware"; dati consultabili sul sito: <http://www.corp.delaware.gov/aboutagency.shtml>; per un commento vd. *ex multis* L.A. BEBCHUK – A. COHEN, *Firms' Decision Where to Incorporate*, in *J. L. Econ.*, 2003, pp. 383 ss.; cfr. L.S. BLACK JR., *Why Corporations Choose Delaware*, 2007, disponibile sul sito http://corp.delaware.gov/whycorporations_web.pdf, (ultima visita: settembre 2010); R. DAINES, *The Incorporation Choices of IPO Firms*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 2002, pp. 1571 ss.

tribunali locali, e poiché garantisce una ampia libertà di azione agli amministratori³⁰.

Ulteriori fattori determinanti una fusione transfrontaliera possono essere individuati nella possibilità di un più rapido (e meno traumatico) ingresso in un mercato straniero³¹. Normalmente un'impresa che intenda promuovere i propri prodotti all'estero deve affrontare resistenze culturali, legali e istituzionali, con conseguenze notevoli sulle tempistiche³² e la

³⁰ Le richiamate ragioni dell'*appeal* della legislazione del Delaware rappresentano una *summa* tra due contrapposte correnti di pensiero le quali prospettano rispettivamente un c.d. "race to the top" o un c.d. "race to the bottom". Secondo quest'ultima, proprio al fine di attrarre capitali, gli Stati federali sarebbero portati a promuovere una disciplina di favore nei confronti degli amministratori (ossia coloro che di fatto scelgono in quale Stato incorporare la società), a detrimento degli azionisti, riducendo progressivamente le garanzie a tutela di questi ultimi, cfr. W.L. CARY, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, in *Yale L.J.*, 1974, p. 663. Questa visione del fenomeno, però, è contestata dagli studiosi che invece pongono il problema in termini opposti: una legislazione troppo favorevole per il *management* aumenterebbe i rischi per gli investitori che quindi sarebbero maggiormente riluttanti ad investire capitali - sia di rischio sia di debito - e ciò comporterebbe per la società un aumento del costo del capitale e una diminuzione dei profitti. La ricerca empirica sembra avvalorare quest'ultima posizione secondo la quale la competizione tra legislazioni statali innescherebbe un meccanismo virtuoso per gli operatori economici, cfr. R. ROMANO, *The Genius of Corporate Law*, 1993. Per un approfondimento vd. *infra*. E' in ogni caso un dato di fatto che i Chancellor del Delaware hanno maturato una notevole esperienza nel campo del diritto societario e ciò rende la Court of Chancery (corte specificamente dedicata alle controversie societarie) un foro altamente sofisticato e specialistico per la risoluzione delle controversie, anche in termini di celerità del giudicato; a tal riguardo vd. J.E. FISCH, *The Peculiar Role of the Delaware Courts in the Competition for Corporate Charters*, in *U. Cin. L. Rev.*, 2000, p. 1061.

³¹ G. DATTA – D. PUJA, *Cross-border acquisitions: an examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in US acquiring firms*, in *Mgmt. Int'l Rev.*, 1995, pp. 337 ss.; X. MARTIN – A. SWAMINATHAN – W. MITCHELL, *Organizational evolution in the interorganizational environment: incentives and constraints on international expansion strategy*, in *Adm. Sc. Quat.*, 1998, pp. 566 ss.; UNCTAD, *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, 2000, disponibile sul sito: http://www.unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf; K. SHIMIZU – M. HITT – D. VAIDYANATH – V. PISANO, *Theoretical Foundations of Cross-border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future*, in *J. Int'l Mgmt.*, 2004, pp. 307 ss. Si pensi, ad esempio, all'operazione Heineken – Cruzcampo mediante la quale la prima intendeva beneficiare del sistema di distribuzione sul territorio spagnolo della seconda, senza doverne sviluppare uno proprio.

³² J.F. HENNART – Y.R. PARK, *Greenfield versus acquisition: the strategy of Japanese investors in the United States*, in *Mgmt. Sc.*, 1993, pp. 1054 ss.; E. BIGI, *La Commissione*

profittabilità dell'operazione. Una fusione con un *player* locale permetterebbe, invece, di evitare questi inconvenienti. Una fusione transfrontaliera potrebbe anche essere spinta dall'esigenza di diversificazione di un gruppo imprenditoriale, in quanto potrebbe permettere di vendere (nuovi) prodotti in nuovi mercati³³, fare arbitraggio normativo³⁴, beneficiare del tasso di cambio monetario, dei vantaggi competitivi³⁵, o di regimi fiscali maggiormente favorevoli³⁶. Sono stati indicati, quali obiettivi di una *cross-border merger*, anche l'acquisizione di *asset* immateriali, tecnologie, risorse umane, marchi, nonché dividendi³⁷. Le altre motivazioni, proprie anche delle fusioni nazionali, come visto precedentemente, sono: l'incremento della quota di mercato; avere

Europea lancia una consultazione per individuare e combattere gli ostacoli esistenti alle fusioni ed acquisizioni transfrontaliere nel settore dei servizi finanziari, in *Le Società*, 2005, pp. 788 ss.; vd. anche B.R. HOETZEL, *Cultural Impact on Cross-border Acquisitions: A Critical Review of the Literature*, 2005, disponibile sul sito http://www.i3q.hs-heilbronn.de/attach/BenjaminHötzel/Cultural_Impact_in_Cross-Border_Acq_012005.pdf (ultima visita: agosto 2010).

³³ S. SUDARSANAM, *The Essence of Mergers and Acquisitions*, 1995, pp. 13 ss.; G.M. VASCONCELLOS – R.J. KISH, *Cross-border Mergers and Acquisitions: The European – US Experience*, in *J. Multin'l Fin'l Mgmt.*, 1998, pp. 431 ss.; A. SETH – K.P. SONG – R. PETTIT, *Synergy Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms*, in *J. Int'l Bus. Studies*, 2000, pp. 387 ss.; cfr. anche R. MORCK – B. YEUNG, *Why Firms Diversify: Internalization vs. Agency Behavior*, 1998, disponibile sul sito www.ssrn.com.

³⁴ M. MANCHIN, *Determinants of Cross-border Mergers and Acquisitions*, 2004, disponibile sul sito http://europa.eu.int/comm/economy_finance, (ultima visita: agosto 2010).

³⁵ J.P. NEARY, *Cross-border Mergers as Instruments of Comparative Advantage*, 2007, disponibile sul sito <http://www.economics.ox.ac.uk/Members/peter.neary/papers/pdf/crossbor.pdf>, (ultima visita: agosto 2010).

³⁶ A livello comunitario, questo aspetto è stato ulteriormente agevolato dalla direttiva 2005/19/CE del Consiglio del 17 febbraio 2005 che modifica la direttiva 90/434/CEE relativa al regime fiscale comune da applicare alle fusioni, alle scissioni, ai conferimenti d'attivo ed agli scambi d'azioni concernenti società di Stati membri diversi. Il provvedimento comunitario, infatti, mira ad abolire la doppia tassazione in caso di una delle summenzionate ipotesi.

³⁷ N. KANG – S. JOHANSSON, *Cross-border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation*, 2000, disponibile sul sito www.oecd.org.

accesso a particolari tecnologie; incrementare il valore del *management*, creare sinergie³⁸.

Individuato il contesto nel quale si inseriscono le fusioni (transfrontaliere), appare opportuno analizzare quali siano gli effetti che queste producono a livello di sistema, se in altre parole esse creino valore per gli azionisti o non. Innanzitutto è necessario sottolineare l'importanza che le acquisizioni transfrontaliere (*Cross-border Mergers&Acquisitions*, "**CBM&A**") rivestono nel panorama economico: secondo uno studio del 2006, esse rappresentano il 78% degli investimenti stranieri in termini di valore (e non di numero di operazioni)³⁹, anche se di questa percentuale, solamente un 3% è ascrivibile alle fusioni pure, mentre il restante 97% all'acquisto di azioni di società straniere. Al contempo, però, è stato registrato un *trend* positivo del valore delle fusioni transfrontaliere, rispetto alle fusioni nazionali, in particolare in Europa⁴⁰. In termini

³⁸ Vd. M.F. AHAMMAD – K.W. GLAISTER, *Motives for Cross-border Mergers and Acquisitions: Perspective of UK Firms*, 2010, disponibile sul sito www.ssrn.com; J.F. WESTON – S. WEAVER, *Mergers and Acquisitions*, 2001, pp. 23 ss.

³⁹ S. BRAKMAN – H. GARRETSSEN – C. VAN MARREWIIJK, *Cross-border Mergers and Acquisitions: The Facts as a Guide for International Economics*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com. V. NOCKE – S. YEAPLE, *Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct Investment: The role of firm heterogeneity*, in *J. Int'l Econ.*, 2007, pp. 336 ss., hanno studiato quali possano essere le cause che spingono un'impresa a decidere di investire in un Paese straniero attraverso una CBM&A, anziché de localizzando, in parte, la produzione *in loco*, giungendo alla conclusione che tale scelta è dettata dalle caratteristiche e dall'organizzazione produttiva dell'impresa e dall'eterogeneità della stessa (ossia la presenza di asset produttivi materiali e immateriali).

⁴⁰ K. GUGLER – D.C. MUELLER – B.B. YURTOGLU – C. ZULEHNER, *The Effects of Mergers: an International Comparison*, in *Int'l J. Ind. Org.*, 2003, pp. 625, sulla base di un campione di 2.753 fusioni avvenute in tutto il mondo tra il 1981 e il 1998, hanno verificato che l'incidenza delle fusioni transfrontaliere, rispetto al numero complessivo, in Europa, era cresciuto dal 24,2% nel 1991-1992 al 39,8% nel 1997-1998; R. SCHOENBERG – L.M. SEOW, *Cross-border Acquisitions: A Comparative Analysis, working paper* presentato alla 47esima conferenza annuale della Academy of International Business, 2005. Vd. anche

assoluti, nel 2005 l'attività di CBM&A ammontava a 716 miliardi di dollari, di cui il 40% era ascrivibile a Paesi dell'Unione Europea⁴¹, guidati dal Regno Unito che ha investito circa 62 miliardi di sterline in società straniera⁴². Studi empirici hanno dimostrato che questa intensa attività ha contribuito alla creazione di valore per gli azionisti, in particolare per quelli della società *target*⁴³.

Nonostante queste premesse, però, il panorama giuridico non è stato sempre adeguato all'importanza del fenomeno, il quale, anzi, in Europa è rimasto a lungo senza alcuna disciplina specifica per quanto concerne le operazioni a carattere transfrontaliero.

H.D. HOPKINS, *Cross-border Mergers and Acquisitions: Global and Regional Perspectives*, in *J. int'l Mgmt.*, 1999, pp. 207 ss.

⁴¹ Fonte: Thomson Financial; UNCTAD, *World Investment Report 2006: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, 2006, disponibile sul sito: http://unctad.org/en/docs/wir2006_en.pdf.

⁴² M.F. AHAMMAD – K.W. GLAISTER, (nt. 37), p. 1.

⁴³ G. ANDRADE – M. MITCHELL – E. STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, 2001, disponibile sul sito www.ssrn.com; J.M. CAMPA – I. HERNANDO, *Shareholder Value Creation in European M&As*, disponibile sul sito http://www.blackwellpublishing.com/pdf/EUFM_campa.pdf, (ultima visita: agosto 2010), secondo i quali i benefici di una fusione sarebbero mediamente a vantaggio della società *target* e quasi nulli per l'acquirente; cfr. anche I. FEITO-RUIZ – S. MENÉNDEZ-REQUEJO, *Cross-border Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments*, 2009, disponibile sul sito

<http://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/345.pdf>, (ultima visita: agosto 2010), nel quale si mostra, invece, come le fusioni transfrontaliere siano maggiormente profittevoli, per gli azionisti della società acquirente, rispetto alle fusioni nazionali; C.S. EUN – R. KOLODNY – C. SHERAGA, *Cross-border Acquisitions and Shareholder Wealth: Test of the Synergy and Internalization Hypotheses*, in *J. Bank. Fin.*, 1996, pp. 1559 ss.; S. SUDARSANAM – P. HOLL – A. SALAMI, *Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure*, in *J. Bus. Fin. Acc.*, 1996, pp. 673 ss., i quali analizzano anche la possibile tensione tra azionisti e *managers* per quanto concerne l'allocazione del valore creato tra l'acquirente e la *target*; P.G. SAVOR – QI LU, *Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com. Alle medesime conclusioni sono giunti anche S. Guo – E.S. HOTCHKISS – W. SONG, *Do Buyouts (Still) Create Value?*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com, con riferimento alla peculiare modalità di acquisizione con indebitamento che è il *leveraged buy-out*; cui adde G. ANDRADE – S.N. KAPLAN, *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, in *J. Fin.*, 1998, pp. 1443 ss.

4. L'approvazione della direttiva comunitaria sulle fusioni transfrontaliere

Per colmare la lacuna normativa richiamata nel precedente paragrafo, già nel 1984 la Commissione aveva presentato una proposta di direttiva del Consiglio⁴⁴ che però, per la resistenza di alcuni Paesi membri, in particolare sul tema della partecipazione dei lavoratori, è rimasta sostanzialmente lettera morta per circa 15 anni; il 21 ottobre 1987, infatti, fu preparata una relazione e presentata al Parlamento⁴⁵, il quale non fu in grado di raggiungere un accordo sul punto⁴⁶. La proposta fu definitivamente ritirata nel 2001. Soltanto in seguito, dopo l'approvazione del regolamento 2157/2001⁴⁷, relativo allo statuto della Società Europea ("**Regolamento SE**"), e della direttiva 2001/86⁴⁸ la tematica delle fusioni transfrontaliere è tornata di attualità. Tali atti avevano una portata innovativa in quanto per la prima volta disciplinavano uniformemente la

⁴⁴ COM (1984) 727, in G.U.C.E. n. C 23 del 25 gennaio 1985.

⁴⁵ PE/113303/GIUR/FINE, A2/1987/186.

⁴⁶ E. BIGI, *Fusioni transfrontaliere: adottata una disciplina quadro a livello europeo che faciliterà i merger transfrontalieri tra le società di capitali di diversi Stati membri*, in *Le Società*, 2006, p. 123.

⁴⁷ Regolamento del Consiglio dell'8 ottobre 2001, relativo allo statuto della Società europea, pubblicato in GUCE n. L 294 del 10 novembre 2001, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001R2157:IT:HTML>.

⁴⁸ Direttiva del Consiglio dell'8 ottobre 2001 che completa lo statuto della Società europea per quanto riguarda il coinvolgimento dei lavoratori, pubblicato in GUCE n. L 294 del 10 novembre 2001, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2001:294:0022:0032:IT:PDF>, ("**Direttiva SE**").

partecipazione dei lavoratori⁴⁹, in relazione alla quale appunto si era trovato un punto d'incontro tra i Paesi membri. Sulla scorta di questi risultati, la Commissione nel 2003 ha presentato una proposta di direttiva⁵⁰ sulle fusioni transfrontaliere delle società di capitali, che è stata definitivamente adottata, mediante la procedura di codecisione di cui all'art. 251 TCE, il 26 ottobre 2005⁵¹. La direttiva 2005/56⁵² ("**Direttiva Fusioni**") aggiunge un tassello alla c.d. "Strategia di Lisbona", la quale mira a fare dell'Unione Europea l'economia più competitiva del mondo⁵³. Ciononostante, si sono levate alcune voci isolate che consideravano il provvedimento "ridondante" a seguito dell'interpretazione fornita dalla Corte di Giustizia delle Comunità Europee del principio di libertà di

⁴⁹ Vd. P. FRANÇOIS – J. HICK, *Employee Involvement: Rights and Obligations*, in *The European Company*, D. VAN GERVEN – P. STORM (general editors), 2008, I, pp. 77 ss.

⁵⁰ COM (2003) 0703.

⁵¹ La direttiva si inseriva nel quadro del piano d'azione per i servizi finanziari (PASF) e costituiva una misura chiave, la prima, del piano di azione sulla modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del diritto societario, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:IT:HTML>. La base giuridica della direttiva è costituita dal portato dell'articolo 44, c. 2, lett. g), TCE, il quale, ai fini della piena realizzazione della libertà di stabilimento, disciplina l'azione comunitaria nel campo del diritto societario, ponendo l'obiettivo di coordinare e rendere equivalenti negli Stati membri le garanzie a tutela degli interessi tanto dei soci come dei terzi. In chiave aneddotica, è possibile rilevare che l'Italia è stato l'unico Paese a votare contro il provvedimento. Le ragioni sono ascrivibili alla contestazione circa la scelta che il regime di partecipazione dei lavoratori fosse importato automaticamente anche qualora la società risultante dalla fusione fosse disciplinata da un ordinamento che non prevedesse la cogestione. Oltre alle difficoltà giuridiche relative all'implementazione delle regole, se ne contestavano anche gli effetti potenzialmente negativi sulla competitività delle imprese. Infine, la norma era avversata anche dai sindacati italiani che paventavano il rischio di un'identificazione dei lavoratori con l'impresa, cfr. A. PRETO – C. DESOGUS, *La direttiva comunitaria sulle fusioni transfrontaliere di società di capitali*, in *Cont. Imp. Europ.*, 2006, pp. 258 ss.; F. CAPELLI, *La direttiva CE n. 2005/56 sulle fusioni societarie transfrontaliere e gli effetti giuridici che essa è in grado di produrre*, in *Dir. comunitario. e degli scambi int.*, 2006, pp. 628 ss.

⁵² Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 ottobre 2005, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali, pubblicata in G.U.C.E. n. L 310 del 25 novembre 2005, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:310:0001:01:IT:HTML>.

⁵³ http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_it.htm, in particolare, al punto 14 si afferma che "La competitività e il dinamismo delle imprese dipendono direttamente da un contesto normativo propizio all'investimento, all'innovazione e all'imprenditorialità".

stabilimento sancito dagli articoli 43 e 48 TCE. La libertà di stabilimento è proprio il fondamento della Direttiva Fusioni⁵⁴, che mira ad eliminare gli ostacoli di natura giuridico-amministrativa alla realizzazione di fusioni tra società di Stati membri differenti, in virtù di una necessità di cooperazione e raggruppamento nel contesto del mercato unico⁵⁵. Come espressamente sancito dalla CGCE, le operazioni di fusioni transfrontaliere costituiscono particolari modalità di esercizio della libertà di stabilimento⁵⁶ e, sulla scorta della medesima pronuncia, gli Stati membri non potranno opporsi ad una fusione tra società di diversi Stati comunitari che abbiano altresì la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno della Comunità. Al contempo, però, la Direttiva Fusioni non si limita a trasporre tale principio, bensì fissa delle regole applicative relative al procedimento di fusione⁵⁷; l'intervento del legislatore comunitario risulta pertanto tutt'altro che pleonastico⁵⁸.

5. Il contesto giuridico giurisprudenziale antecedente alla direttiva

Avendo sollevato la questione del contesto giurisprudenziale pre-esistente alla Direttiva Fusioni, appare opportuno offrirne una rapida

⁵⁴ Cfr. M.S. SIEMS, *The European Directive on Cross-border Mergers: An International Model?*, in *Colum. J. Eur. L.*, 2005, pp. 167 ss.; A. UGLIANO, *The New Cross-Border Mergers Directive: Harmonisation of European Company Law and Free Movement*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2007, pp. 588 ss.

⁵⁵ Considerando 1 della Direttiva Fusioni.

⁵⁶ Sentenza del 13 dicembre 2005, causa C-411/03, *Sevic System AG*, (in seguito "**Sevic**"), punto 19, disponibile sul sito www.curia.europa.eu.

⁵⁷ Vd. *infra*.

⁵⁸ M.S. SIEMS, (nt. 53), p. 170.

panoramica. Le prime questioni, collegate alla libertà di stabilimento, che si impongono all'attenzione dello studioso sono il riconoscimento delle società straniere⁵⁹ e il trasferimento della sede all'estero. Con riferimento a quest'ultimo punto si è affermato che in un mercato comune di impronta liberistica, le società commerciali dovrebbero godere di una libertà totale di trasferire la propria sede⁶⁰. Ciò nonostante gli sforzi normativi sono stati sostanzialmente infruttuosi⁶¹ e pertanto un ruolo decisivo è stato svolto dalla CGCE. Le decisioni principali intorno alle quali si è snodata la funzione nomofilattica della stessa sono state le pluri-commentate Daily Mail⁶², Centros⁶³, Überseering⁶⁴ e Inspire Art⁶⁵. Rinviando ad altri studi⁶⁶

⁵⁹ Per un'analisi del fenomeno, vd. C. ANGELICI, *Appunti sul "riconoscimento" delle società costituite all'estero*, 1982; G. COSCIA, *Il riconoscimento delle società straniere*, 1984. A livello comunitario, si era tentato con la Convenzione di Bruxelles del 29 febbraio 1968 (in *Boll. CE, Suppl.*, n. 2/1969, pp. 2 ss.) di disciplinare uniformemente il fenomeno, ma il provvedimento non fu mai adottato per le resistenze espresse al tempo dall'Olanda, la quale temeva che potessero crearsi contrasti tra le norme dettate dalla Convenzione e il proprio diritto internazionale privato, cfr. A. SANTA MARIA, *La convenzione CEE sul reciproco riconoscimento delle società e persone giuridiche*, in *Il diritto delle società nella Comunità Economica Europea*, 1975.

⁶⁰ T. BALLARINO, *Sulla mobilità delle società nella comunità Europea*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 669.

⁶¹ La Commissione ha presentato due proposte di XIV direttiva sul trasferimento della sede, le quali, però, risultano arenate nel complesso processo decisionale comunitario. Il testo della versione del 1997 è disponibile sul sito www.ecgi.org/mobility/official_documents.htm. E' stata anche paventata la possibilità di una diversa disciplina per il trasferimento della sede sociale con cambio di legge applicabile e per il trasferimento della sede reale. I documenti di consultazione sono disponibili sul sito http://ec.europa.eu/internal_market/company/seat-transfer/2004-consult_en.htm. Per un commento vd. E. WYMEERSCH, *Is a Directive on Corporate Mobility Needed?*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2007, pp. 169 ss.; M. CASSOTTANA – A. NUZZO, *Lezioni di diritto commerciale comunitario*, 2002, pp. 15 ss.; M. MENJUCQ, *Réflexion critique sur la proposition de 14^e directive relative au transfert intra-communautaire de siège social*, in *Bull. Joly*, 2000, pp. 137 ss.; F. FERRARI, *E.U. Corporate Tax Law ed i progetti di direttiva sul trasferimento di sede di società da un paese membro ad un altro*, in *Dir. comm. int.*, 1999, pp. 405 ss. Per la predisposizione di una delle proposte, la Commissione, suscitando alcune perplessità, si è affidata ad una società di consulenza, vd. KPMG, *Study on Transfer of the Head Office of a Company from one Member State to another*, 1993.

⁶² Sentenza del 27 settembre 1988, causa 81/87, Daily Mail and General Trust P.L.C. ("**Daily Mail**"), in *Raccolta*, 1988, p. 5483. L'amministrazione fiscale inglese si era opposta al trasferimento della sede amministrativa di una *holding* inglese nei Paesi Bassi. La CGCE, però, dichiarò la compatibilità con gli artt. 43 e 48 TCE (al tempo 52 e 58) di

tale diniego in virtù dell'appartenenza della Daily Mail al diritto britannico, con il conseguente obbligo di doverne rispettare le norme imperative.

⁶³ Sentenza del 9 marzo 1999, causa C-212/97, Centros Ltd (in seguito "**Centros**"), disponibile sul sito www.curia.europa.eu. Il caso nasceva dal rifiuto da parte delle autorità danesi dell'iscrizione di una succursale di una società con sede principale in Inghilterra. Le ragioni del rifiuto risiedevano nella circostanza che la sede principale era stata individuata artatamente (senza che vi si svolgesse attività commerciale alcuna) al solo fine di eludere le norme danesi relative al capitale sociale minimo (la legge n. 886 del 21 dicembre 1991 prevedeva, al tempo della controversia, la liberazione di un capitale minimo, fissato in 200.000 DKR). La CGCE ha dichiarato che la prassi danese costituiva un ostacolo all'esercizio delle libertà sancite nel TCE, aggiungendo che "Il fatto che una società non svolga alcuna attività nello Stato membro in cui essa ha la sede e svolga invece le sue attività unicamente nello Stato membro della sua succursale non è sufficiente a dimostrare l'esistenza di un comportamento abusivo e fraudolento, che consenta a quest'ultimo Stato membro di negare a tale società di fruire delle disposizioni comunitarie relative al diritto di stabilimento" (punto 29 della sentenza).

⁶⁴ Sentenza del 5 novembre 2002, causa C-208/00, Überseering BV (in seguito "**Überseering**"), disponibile sul sito www.curia.europa.eu. Origine del ricorso alla CGCE era stato il mancato riconoscimento della personalità giuridica, valutata, secondo l'ordinamento tedesco, sulla base del diritto del luogo della sede effettiva, di una società olandese da parte dei giudici tedeschi. Il diritto tedesco, infatti, prevedeva che, per acquistare la personalità giuridica, la società, che svolgeva quasi integralmente la propria attività in Germania, si ricostituisse conformemente al relativo ordinamento. Le conclusioni della CGCE sono state che "il rifiuto, da parte di uno Stato membro, di riconoscere la capacità giuridica di una società costituita conformemente al diritto di un altro Stato membro nel quale ha la sede sociale per il motivo, in particolare, che la società avrebbe trasferito la sede effettiva nel suo territorio in seguito all'acquisto della totalità delle quote sociali da parte di cittadini di questo Stato membro che vi risiedono, con la conseguenza che la società non può, nello Stato membro ospitante, stare in giudizio per difendere i diritti derivanti da un contratto, salvo ricostituirsi secondo il diritto di questo Stato, costituisce una restrizione alla libertà di stabilimento incompatibile, in via di principio, con gli artt. 43 CE e 48 CE" (punto 82 della sentenza).

⁶⁵ Sentenza del 30 settembre 2003, causa C-167/01, Inspire Art Ltd (in seguito "**Inspire Art**"), disponibile sul sito www.curia.europa.eu. In Olanda esisteva una legge sulle "società formalmente straniere" (WFBV) che imponeva alle società di capitali, aventi personalità giuridica, costituite conformemente ad un diritto diverso da quello olandese, oneri ulteriori - relativi alla pubblicità, al capitale minimo sottoscritto, nonché alla responsabilità solidale degli amministratori in caso di mancato adeguamento alle disposizioni - rispetto alle società nazionali. La CGCE si è espressa in questi termini: "occorre concludere che gli artt. 43 CE e 48 CE ostano ad una normativa nazionale, come la WFBV, che subordini l'esercizio della libertà di stabilimento a titolo secondario in tale Stato membro, da parte di una società costituita secondo il diritto di un altro Stato membro, a determinate condizioni, relative al capitale minimo e alla responsabilità degli amministratori, stabilite dal diritto nazionale per la costituzione di società".

⁶⁶ M.S. SIEMS, *Convergence, Competition, Centros, Conflicts of Law: European Company Law in the 21st Century*, in *Eur. L. Rev.*, 2002, pp. 47 ss.; M.E. KIENINGER, *The Legal Framework of Regulatory Competition Based on Company Mobility: EU and US Compared*, in *German L. J.*, 2004, pp. 741 ss.; J.C. DAMMAN, *Freedom of Choice in European Corporate Law*, in *Yale J. Int'l L.*, 2004, pp. 477 ss.; T. BALLARINO, *From Centros*

l'analisi puntuale delle sentenze, appare qui funzionale ai fini del presente lavoro evidenziare le risultanze che è stato possibile trarre dalle stesse in quanto di rilievo anche in relazione alle fusioni transfrontaliere. *In primis*, la CE risulta "neutra" rispetto a qualunque criterio di individuazione della *lex societatis*⁶⁷, che rimane quindi nella piena disponibilità di ciascuno Stato Membro⁶⁸. Tale facoltà dovrà comunque essere esercitata nel

to Überseering: EC Right of Establishment and the Conflicts of Laws, in *Y.B. Private Int'l L.*, 2002, pp. 203 ss.; S. LOMBARDO, *Libertà di stabilimento e mobilità delle società in Europa*, in *Nuova Giur. civ. comm.*, 2005, II, pp. 353 ss.; A. DELLA CHA, *Companies Right of establishment and the Centros judgement of the European Court of Justice*, in *Dir. Comm. int.*, 2000, pp. 925 ss.

⁶⁷ Le teorie maggiormente diffuse in Europa per l'individuazione della legge applicabile alle società adottano i criteri di collegamento dell'incorporazione e della sede reale. La teoria dell'incorporazione permette ai fondatori di una società di scegliere liberamente il sistema giuridico che essi ritengono più appropriato, indipendentemente dal contesto geografico in cui la società opera. Secondo, invece, il concorrente approccio, la società sarà regolata dall'ordinamento nel cui territorio si trova la sede effettiva della stessa, vd. F. MOSCONI – C. CAMPIGLIO, *Diritto internazionale privato e processuale*, 2006, 2, pp. 43 ss.; E. WYMEERSCH, *The Transfer of the Company's Seat in European Company Law*, 2003, disponibile sul sito www.ssrn.com; N. ROTHE, *Freedom of Establishment of Legal Persons within the European Union: An Analysis of the European Court Decision in the Überseering Case*, in *Am. U. L. Rev.*, 2004, pp. 1103 ss.; H.C. HIRT, *Freedom of Establishment, International Company Law and the Comparison of European Company Law System after the ECJ's Decision in Inspire Art Ltd.*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, pp. 1189 ss.; B. ANCEL – Y. LEQUETTE, *Les arrêts de la jurisprudence française de droit international privé*, 2001; T. BALLARINO, *La società per azioni nella disciplina internazionalprivatistica*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), IX, 1994, pp. 22 ss.; G. PETRELLI, *Lo stabilimento delle società comunitarie in Italia*, in *Riv. Not.*, 2004, pp. 343 ss. F.M. MUCCIARELLI, *Company "emigration" and EC freedom of establishment: Daily Mail revisited*, in *Eur. Bus., Org. L. Rev.*, 2008, pp. 267 ss.

⁶⁸ Così l'Avvocato Generale Colomer, nelle conclusioni del 4 dicembre 2001, caso Überseering, punti 40 e 42. Il rapporto tra diritto internazionale privato e diritto comunitario ha vissuto diverse stagioni: inizialmente esso era caratterizzato dalla bilateralità dei rapporti tra gli Stati membri. La materia dei conflitti di legge, infatti, era inizialmente esterna, anche se non estranea, all'ordinamento comunitario. L'art 293 TCE forniva la base giuridica per stipulare accordi tra gli Stati membri della CE nelle materie contemplate, ma nulla impediva agli stessi soggetti di concludere sul piano internazionale altri trattati per disciplinare materie non previste da detto articolo. Con il trattato di Maastricht il d.i.p. è stato ricompreso nel terzo pilastro dell'Unione Europea, in una sfera intergovernativa. In tale sfera era contemplata l'adozione degli atti previsti per quel pilastro, ivi comprese le "convenzioni terzo pilastro" dotate di caratteri specifici sia per l'entrata in vigore che per la competenza della corte di giustizia. Infine con il trattato di Amsterdam, la materia è stata "comunitarizzata", passando al primo pilastro, seppure con una disciplina un po' ibrida che si potrebbe definire "semi-comunitaria" o "semi-

rispetto dei principi "costituzionali" di sussidiarietà e dell'*effet utile* propri del diritto comunitario⁶⁹ (quest'ultimo gerarchicamente superiore al diritto

intergovernativa". La comunitarizzazione, proseguita con il trattato di Nizza, ha comportato diverse conseguenze, fra cui la progressiva trasformazione degli strumenti convenzionali in atti comunitari, la generale sottoposizione al controllo della Corte e l'applicabilità dei principi dell'ordinamento comunitario (art. 65, lett. b), TCE), vd. L.S. ROSSI, *L'incidenza dei principi del diritto comunitario sul diritto internazionale privato: dalla "comunitarizzazione" alla "costituzionalizzazione"*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2004, pp. 63 ss.; C. FOCARELLI, *Lezioni di diritto internazionale privato*, 2005, pp. 7 ss.; G. BETLEM – E. HONDIUS, *European Private Law after the Treaty of Amsterdam*, 2001, disponibile sul sito <http://www.southampton.ac.uk/law/research/europelaw/gb01.pdf>, (ultima visita: agosto 2010); F. POCAR, *La comunitarizzazione del diritto internazionale privato: una European Conflict of Laws devolution?*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2000, pp. 873 ss. In virtù di tale processo, pertanto, la CE sarà legittimata ad intervenire sul tema del diritto internazionale privato adottando provvedimenti quali direttive e regolamenti (vd. ad es. il regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 giugno 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali). Per un'analisi dell'influenza esercitata dal diritto comunitario sul diritto internazionale privato, vd. L.G. RADICATI DI BROZOLO, *L'influence sur les conflicts de lois des principes de droit communautaire en matière de liberté de circulation*, in *Rev. Critique*, 1993, pp. 401 ss.; e con particolare riferimento al d.i.p. delle società, M.V. BENEDETTELLI, *Diritto internazionale privato delle società e ordinamento comunitario*, in *Diritto internazionale privato e diritto comunitario*, P. PICONE (a cura di), 2004, p. 205 ss. Non sembra, invece, corretta la teoria di chi interpreta l'art. 48 TCE come una norma di conflitto che rinvierebbe integralmente, per l'individuazione della *lex societatis*, al diritto dello Stato membro nel quale la società abbia, indistintamente, la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro principale di attività, S. MECHELLI, *Libertà di stabilimento per le società comunitarie e diritto societario dell'unione europea*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, II, pp. 121 ss. Sembra, invece, preferibile la posizione di chi sostiene che l'art. 48 TCE individui semplicemente quali siano le società beneficiarie della libertà di stabilimento comunitaria, vd. M.V. BENEDETTELLI, *Libertà comunitarie di circolazione e diritto internazionale privato delle società*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2001, pp. 576 ss.; F. CARUSO, *Le società nella Comunità economica europea*, 1969, pp. 79 ss.; F. CAPOTORTI, *Il diritto di stabilimento delle società nel Trattato istitutivo della Comunità economica europea*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 1965, pp. 5 ss. *Contra*, M. GESTRI, *Mutuo riconoscimento delle società comunitarie, norme di conflitto nazionali e frode alla legge: il caso Centros*, in *Riv. dir. int.*, 2000, pp. 76 ss.; E. WYMEERSCH, *Centros: A Landmark Decision in European Company Law*, relazione presentata al convegno su *The Delaware Effect – The Race to the Bottom in European Law?*, organizzato dal Centre of European Legal Studies, dell'Università di Cambridge, 13 novembre 1999. Per un'analisi complessiva dei vari aspetti che caratterizzano l'intervento comunitario in materia di d.i.p. delle società vd. M.V. BENEDETTELLI, *Connecting factors, principles of coordination between conflict systems, criteria of applicability: three different notions for a "European Community private international law"*, in *Dir. Un. Eur.*, 2005, pp. 421 ss.

⁶⁹ Sentenza del 3 luglio 1974, causa 91/74, Casagrande, in *Raccolta*, 1974, p. 779, punto 6; sentenza del 25 luglio 1991, causa C-221/89, Factortame, in *Raccolta*, 1991, p. I-3905, punto 14; sentenza del 14 febbraio 1995, causa C-279/93, Schumacker, in

nazionale⁷⁰). E' proprio nell'ottica della preservazione dell'effettività del diritto comunitario di stabilimento (artt. 43 e 48 TCE) che si sviluppa l'interpretazione della Corte: una norma di conflitto non è contraria di per sé al Trattato, data la competenza dei legislatori nazionali in materia, ma possono essere dichiarati illegittimi i risultati della sua applicazione. E' stato affermato che "il controllo comunitario ha luogo *dopo* la determinazione del diritto applicabile e riguarda il risultato dell'applicazione, il diritto materiale, se si vuole, piuttosto che il metodo seguito per giungervi"⁷¹. In altre parole, il diritto comunitario pone dei limiti all'ambito di applicazione delle norme interne, ma non si interessa del titolo in base al quale le norme interne sono ritenute applicabili secondo l'ordinamento di appartenenza. Aderendo a questa ricostruzione, si deve necessariamente negare valore alla posizione di chi individua nelle pronunce della CGCE una espressa dichiarazione di illegittimità della teoria della sede reale perché in contrasto con le norme comunitarie⁷²; si

Raccolta, 1995, p. I-225, punto 21; sentenza del 7 luglio 1992, causa C-369/90, Micheletti, in *Raccolta*, 1992, p. I-4239, punto 10. Cfr. M.V. BENEDETTELLI, *Il giudizio di eguaglianza nell'ordinamento giuridico delle Comunità Europee*, 1989, pp. 166 ss.

⁷⁰ Il principio del primato del diritto comunitario, intrinsecamente correlato a quello dell'*effet utile*, non è contemplato nei trattati CE e UE, ma è di creazione giurisprudenziale: vd. CGCE, sentenza del 15 luglio 1964, causa 6/64, Flaminio Costa, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:61964J0006:IT:HTML>. Con riferimento al diritto internazionale privato vd. A. BONOMI, *Le norme imperative nel diritto internazionale privato*, 1988, p. 131, nt. 148.

⁷¹ T. BALLARINO, (nt. 59), p. 684, il quale richiama sul tema, anche se con riferimento ad un caso di cittadinanza rilevante ai fini dell'esercizio di una professione medica, C. KOHLER, *Travaux du Comité français de droit international privé 1993/1995*, 1996, p. 73.

⁷² M. GESTRI, (nt. 67), pp. 76 ss.; cfr. anche T. BALLARINO, (nt. 59), p. 696, il quale richiama la dottrina tedesca sul punto, secondo la quale "la teoria della sede si rivela incompatibile con la libertà di stabilimento perché si traduce nell'imporre alle società straniere l'osservanza di regole legali estranee allo statuto che le ha governate nel loro venire ad esistenza"; K. BAELZ – T. BALDWIN, *The End of the Real Seat Theory (Sitztheorie): the European Court of Justice Decision in Überseering of 5 November 2002 and its Impact on German and European Company Law*, disponibile sul sito <http://www.germanlawjournal.com/article.php?id=214>, (ultima visita: settembre 2010).

conviene, però, che tale teoria vedrà indirettamente ridimensionato il proprio ambito di applicabilità⁷³. Ciascuno Stato sarà pertanto libero di adottare il criterio di conflitto che ritenga più opportuno per l'individuazione della *lex societatis* che le società che intendano costituirsi secondo tale ordinamento dovranno rispettare; al contempo, però, tale criterio (attraverso, ad esempio, il diniego di iscrizione nel registro delle imprese o di riconoscimento della personalità giuridica) non potrà operare nei confronti di società regolarmente costituite in base all'ordinamento di un altro Stato Membro che intendano svolgere (anche integralmente) la propria attività sul territorio del primo. In sostanza, la teoria della sede non potrà operare per gli Stati c.d. "ospitanti" (*inbound cases*)⁷⁴; per lo Stato "d'origine" (*outbound cases*), invece, non sembrava possibile trarre delle conclusioni in ragione del fatto che le sentenze Centros, Überseering e Inspire Art non si sono occupate specificamente della questione (sembrava pertanto nelle competenze degli Stati membri poter impedire il trasferimento della sede di società aventi la propria nazionalità). Tale conclusione pareva avallata anche dal caso Daily Mail, che evocava il

Per una ricostruzione del dibattito vd. W.F. EBKE, *The "Real Seat" Doctrine in the Conflict of Corporate Laws*, in *Int'l Lawyer*, 2002, pp. 1015 ss.

⁷³ Cfr. G.B. PORTALE, *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *Europa dir. priv.*, 2005, pp. 128 ss., il quale sostiene che sia corretta l'affermazione secondo la quale per gli Stati "ospitanti" la teoria della sede sia morta. Il Tribunale federale tedesco (BGH, 1 settembre 2002, AG, 2003, pp. 39 ss.) ha cercato di coordinare il proprio sistema internazionalprivatistico societario, basato sulla teoria della sede reale, con la sentenza Überseering imponendo una riqualificazione della società "migrante" ai sensi del diritto nazionale. Tale ricostruzione è stata però invalidata dallo stesso Tribunale in una pronuncia successiva, BGH, (VII Sen.) del 13 marzo 2003, NZG, 2003, pp. 431 ss., vd. W.F. EBKE, (nt. 71), pp. 1015 ss.; ID., *The European Conflict-of-Corporate-Laws Revolution: Überseering, Inspire Art and Beyond*, in *Int'l L.*, 2004, pp. 813 ss. Per un commento su alcuni residui ambiti di applicabilità del criterio di conflitto vd. F.M. MUCCIARELLI, *Il BGH conferma la "teoria della sede reale" (e attende le scelte del legislatore)*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, pp. 266 ss.

⁷⁴ C. KERSTING – C.P. SCHINDLER, *The ECJ 's Inspire Art Decision of 30 September 2003 and its Effects on Practice*, in *German L. J.*, 2003, p. 1282.

principio del "vincolo necessario" tra società e "ordinamento di origine"⁷⁵. Era stata tra l'altro la stessa Corte ad aver operato un distinguo tra "limiti in entrata" e "limiti in uscita"⁷⁶, in quanto l'esistenza di una società era "consustanziale con l'ordinamento di appartenenza"⁷⁷. Una più recente pronuncia della CGCE⁷⁸ ha aggiunto ulteriori spunti interpretativi al dibattito circa il rapporto tra società e ordinamento nazionale di costituzione. Innanzitutto si conferma che *"Uno Stato membro dispone [pertanto] della facoltà di definire sia il criterio di collegamento richiesto a una società affinché essa possa ritenersi costituita ai sensi del suo diritto nazionale e, a tale titolo, possa beneficiare del diritto di stabilimento, sia quello necessario per continuare a mantenere detto status"*. Al contempo, però, in un *obiter dictum* (tale in quanto non strettamente necessario a dirimere la questione pregiudiziale)⁷⁹, la Corte afferma che la libertà di stabilimento attribuisce alle società comunitarie il diritto a mutare statuto personale e a "trasformarsi" in una società di altro Stato Membro, cosicché il Paese d'origine non può imporre la liquidazione e lo scioglimento di tale

⁷⁵ Sentenza Daily Mail, (nt. 61), punto 19.

⁷⁶ Sentenza Überseering, (nt. 63), punti 62 ss.

⁷⁷ Sentenza Überseering, (nt. 63), punto 81.

⁷⁸ Sentenza del 16 dicembre 2008, causa C-210/06, Cartesio Oktató és Szolgáltató bt ("**Cartesio**"), disponibile sul sito www.curia.europa.eu. Un tribunale ungherese rifiutava la richiesta della società ungherese Cartesio di trasferire la propria sede in Italia, pur continuando ad essere regolata dalla legge d'origine. La CGCE ha affermato che "gli artt. 43 CE e 48 CE devono essere interpretati nel senso che non ostano alla normativa di uno Stato membro che impedisce ad una società costituita in forza del diritto nazionale di tale Stato membro di trasferire la propria sede in un altro Stato membro conservando al contempo il suo status di società soggetta al diritto nazionale dello Stato membro a norma della cui legislazione è stata costituita".

⁷⁹ In realtà, la struttura del rinvio pregiudiziale impone di considerare l'affermazione della Corte quale indicazione circa la corretta interpretazione della libertà di stabilimento, vd. P. MANZINI - F.M. MUCCIARELLI, *Rivoluzione Cartesiana? La fine del vincolo necessario tra società e legislazione nazionale*, disponibile sul sito www.associazionepreite.it/scritti/mucciarelli004.php, (ultima visita: settembre 2010).

società⁸⁰. Sarà, però, necessario che lo Stato d'approdo permetta l'operazione senza richiedere la ricostituzione della società.

Dopo circa vent'anni, quindi, la CGCE è tornata ad occuparsi del rapporto tra società e Stato d'appartenenza e non ha rinunciato a prestare il fianco ad un rafforzamento della libertà di stabilimento e ad un ridimensionamento del c.d. "vincolo necessario". Si potrebbe individuare nella pronuncia un tentativo di riequilibrare il trattamento dei rapporti tra società e Stato di approdo (nei confronti del quale la Corte si era dimostrata "aggressiva" dichiarando sovente i relativi limiti quali ostacoli alla libertà di stabilimento) e tra società e Stato di origine (nei confronti del quale si era riscontrata una sostanziale indulgenza). La pronuncia in analisi conferma quanto statuito in *Daily Mail*, nel senso che essa ribadisce la competenza degli Stati membri nell'individuare il criterio di collegamento per determinare la *lex societatis*, la quale potrà legittimamente vietare il trasferimento di sede [amministrativa] all'estero (conservando lo *status* giuridico)⁸¹. D'altro canto, però, supera il

⁸⁰ Per un'analisi della confusione che si è venuta a creare circa il termine ungherese "széchély", tradotto come *operational Headquarters* dall'Avvocato Generale Maduro e come *registered office* (sede statutaria) nella versione originale in inglese del quesito pregiudiziale, vd. V. KOROM – P. METZINGER, *Freedom of Establishment for Companies: the European Court of Justice confirms and refines its Daily Mail Decision in the Cartesio Case C-210/06*, in *ECFR*, 2009, pp. 134 ss. La questione è stata sbrigativamente risolta dalla CGCE, la quale ha affermato che, analizzando la decisione di rinvio da parte del giudice ungherese, emergeva che intenzione della società era di trasferire la sede effettiva e non la sede sociale, vd. sentenza *Cartesio*, (nt. 77), punti 47-49. L'incertezza terminologica è comunque un problema che caratterizza l'intero dibattito relativo al trasferimento della sede nell'ambito del mercato unico, vd. F.M. MUCCIARELLI, *Seat's transfer and the State of Origin-imposed limits to companies' mobility*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com.

⁸¹ Infatti, è stato osservato che una società, per beneficiare della libertà di stabilimento ex artt. 43 e 48 TCE, deve essere costituita ed *esistere* in base ad un ordinamento nazionale. Tali sarebbero delle pre-condizioni all'applicabilità del diritto comunitario e pertanto un ordinamento ben potrebbe richiedere per la costituzione e l'esistenza di una società che essa mantenga la propria sede amministrativa sul proprio territorio, così come previsto dal diritto ungherese, cfr. W. SCHÖN, *The Mobility of Companies in Europe and the Organizational Freedom of Company Founders*, in *Eur. Comp. Fin.l Rev.*, 2006, pp. 133 ss.

precedente in quanto chiarisce che la libertà di stabilimento impedisce che uno stato Membro vieti alle società costituite secondo il proprio ordinamento di mutare statuto, qualora esso richieda a tal fine lo scioglimento e la ricostituzione della società stessa. Inoltre, Daily Mail risulta salva in ragione del suo carattere eccezionale, vertendo la controversia non sull'applicazione del diritto societario materiale, bensì sul mancato riconoscimento di un'autorizzazione da parte dell'autorità tributaria inglese. Pertanto essa deve essere inquadrata nel contesto dei limiti che il diritto comunitario può porre alla potestà impositiva statale e dell'applicazione di una norma imperativa nazionale⁸². Concludendo, la sentenza Daily Mail deve essere considerata semplicemente come una interpretazione non troppo liberale della libertà di circolazione, interpretazione che si deve comunque inquadrare in un contesto in evoluzione quale quello comunitario, nella strada verso un "mercato comune"⁸³.

Come nel caso delle fusioni transfrontaliere⁸⁴, la Corte ha affrontato la questione del trasferimento di sede prima che essa venga risolta con l'approvazione della relativa direttiva (la XIV direttiva societaria⁸⁵); è lecito pertanto attendersi un ulteriore chiarimento della tematica da parte delle istituzioni comunitarie attraverso la legislazione derivata. Sembra, infatti, residuare una sovrapposizione tra la fattispecie del trasferimento di

⁸² T. BALLARINO, *Les règles de conflict sur les sociétés commerciales à l'épreuve du droit communautaire d'établissement. Remarques sur deux arrêts récents de la Cour de justice des Communautés européennes*, in *Rev. Critique droit int. priv.*, 2003, pp. 384.

⁸³ Sostiene che Cartesio modifichi parzialmente Daily Mail, S. CRESPI, *Il trasferimento all'estero della sede delle società: la sentenza Cartesio*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2009, pp. 884 ss.

⁸⁴ Vd. *infra*.

⁸⁵ Vd. nt. 60.

sede e della trasformazione internazionale: nell'*obiter dictum* della sentenza Cartesio si fa riferimento al cambio di *status* e quindi di legge applicabile, il che sembra comportare un mutamento della veste giuridica societaria più che un semplice trasferimento della sede⁸⁶. Stando alle parole della Corte, una norma nazionale che ostacoli una "trasformazione comunitaria" potrebbe essere contraria al combinato disposto degli artt. 43 e 48 TCE, a meno che non sia giustificata da ragioni imperative di interesse pubblico⁸⁷.

Quest'ultima precisazione offre lo spunto per trattare un ulteriore portato della giurisprudenza comunitaria in materia di trasferimento di sede: i limiti opponibili dai Paesi ospitanti alla libertà di stabilimento di cui godono le società comunitarie. Secondo le parole dei giudici comunitari, le uniche restrizioni che la libertà di stabilimento può subire devono essere giustificate, in base all'art. 46 TCE, da motivi di ordine pubblico, di pubblica sicurezza e di sanità pubblica. Devono inoltre ricorrere quattro condizioni: le restrizioni devono applicarsi in modo non discriminatorio, essere giustificate da motivi imperativi di interesse pubblico, essere idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo⁸⁸. Questo aspetto riveste un ruolo importante soprattutto alla luce dell'interpretazione estremamente liberale che la Corte ha fornito della libertà di stabilimento,

⁸⁶ E' la stessa CGCE che evidenzia la differenza tra i due casi, richiamando espressamente il fenomeno della trasformazione in una società di diritto nazionale di un altro Stato Membro in caso di cambiamento della *lex societatis*, vd. sentenza Cartesio, (nt. 77), punto 112. A tal riguardo, alcuni commentatori hanno tacciato di incoerenza interna la sentenza in commento per il diverso approccio riservato alle due ipotesi, cfr. V. KOROM – P. METZINGER, (nt. 79), p. 154, nt. 97.

⁸⁷ vd. sentenza Cartesio, (nt. 77), punto 113.

⁸⁸ L'affermazione è ripetutamente contenuta nelle pronunce della CGCE, vd. Inspire Art, (nt. 64), punto 133; Centros, (nt. 62), punto 34; sentenza del 31 marzo 1993, causa C-19/92, Kraus, in *Raccolta*, p. I-1663, punto 32; sentenza del 30 novembre 1995, causa C-55/94, Gebhard, in *Raccolta*, p. I-4165, punto 37.

in virtù della quale, di fatto, i soci possono scegliere senza particolari vincoli la legge che regoli la società ed operare in qualunque altro Stato Membro, quantomeno attraverso la costituzione di una sede secondaria, che potenzialmente può svolgere l'intera attività economica⁸⁹.

6. Concorrenza tra ordinamenti à l'europea

Da quanto esposto sin'ora discende l'esistenza di un diritto, affermato giurisprudenzialmente, di scegliere liberamente la *lex societatis* meno severa per la costituzione di una società che operi nel contesto del mercato unico, senza che ciò costituisca di per sé un abuso⁹⁰. Non è necessario pertanto alcun elemento di estraneità della fattispecie se non l'*optio legis* operata dai soci, quale esercizio di una libertà direttamente derivante dal Trattato e quindi azionabile di fronte ai giudici nazionali⁹¹.

⁸⁹ E' questo il caso della sentenza Centros. Richiamando le parole dell'Avvocato Generale La Pergola: "Centros è stata costituita in base alla legge dell'Inghilterra e del Galles, ed ha sede nel Regno Unito. Basta tale circostanza perché la sua situazione sia attratta entro l'ambito di applicazione degli artt. 52 e 58 del Trattato. Non occorrono, a me pare, ulteriori accertamenti, relativi alla cittadinanza dei soci ed amministratori o all'ambito territoriale al quale le attività della società sono rivolte", (punto 18).

⁹⁰ Così chiaramente sentenza Centros, (nt. 62), punto 27: "il fatto che un cittadino di uno Stato membro che desideri creare una società scelga di costituirla nello Stato membro le cui norme di diritto societario gli sembrino meno severe e crei succursali in altri Stati membri non può costituire di per sé un abuso del diritto di stabilimento. Infatti, il diritto di costituire una società in conformità alla normativa di uno Stato membro e di creare succursali in altri Stati membri è inerente all'esercizio, nell'ambito di un mercato unico, della libertà di stabilimento garantita dal Trattato".

⁹¹ Nel caso Centros, infatti, tutti gli elementi erano riconducibili alla Danimarca: nazionalità e residenza dei soci, attività della società etc. La scelta di costituire una società inglese, che avesse una succursale in Danimarca, aveva il solo scopo di eludere

Con la sentenza Cartesio, inoltre, è stata chiarita l'ulteriore possibilità di trasferirsi anche successivamente alla costituzione nel Paese membro il cui ordinamento risulta maggiormente favorevole⁹². Questa possibilità legittima ulteriormente la teoria di chi individuava nello spazio giuridico comunitario un "mercato delle regole" che pone i diritti societari nazionali in concorrenza tra di loro⁹³. E' possibile quindi riprendere a dieci anni di distanza un dibattito che aveva seguito le pronunce della CGCE dei primi anni del 2000, potendo quindi valutare quali siano stati i passi fatti dal legislatore comunitario nell'ambito della scelta tra "armonizzazione" e "concorrenza" tra ordinamenti. L'ambizioso progetto comunitario, figlio del Trattato di Roma, di ravvicinare le legislazioni statali ha vissuto una battuta d'arresto negli anni '80⁹⁴, ma sta rivivendo oggi una nuova stagione⁹⁵ necessariamente influenzata, però, dall'evoluzione che il

l'applicazione della normativa scandinava in tema di capitale minimo. Ciò aveva portato il governo danese ad affermare che si trattava di una situazione puramente interna e quindi non soggetta alle norme del TCE. Tali considerazioni, però, come noto, sono state respinte dalla Corte.

Questo ampliamento dell'autonomia privata è stata considerata come funzionalmente sostitutiva della mobilità in quanto opzione meno gravosa sotto il profilo economico. In tal modo, infatti, gli operatori economici potrebbero ridurre i costi transattivi legati alla natura transfrontaliera dell'operazione e prevenire i rischi di eventuali andamenti negativi del mercato straniero di destinazione, vd. H. MUIR-WATT – L.G. RADICATI DI BROZOLO, *Party Autonomy and Mandatory Rules in a Global World*, 2004, disponibile sul sito www.bepress.com.

⁹² E' ciò che avviene tipicamente nell'ordinamento statunitense, vd. J.D. COX – T.L. HAZEN, *Cox and Hazen on Corporations*, 2003, pp. 112 ss.; F.A. GEVURTZ, *Corporation Law*, 2000, pp. 35 ss.

⁹³ M.V. BENEDETTELLI, "Mercato" comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 702 ss.

⁹⁴ K.J. HOPT, *Common Principles of Corporate governance in Europe?*, 2003, pp. 105 ss.

⁹⁵ Merito anche dell'impulso fornito dalla Comunicazione del 21 maggio 2003 della Commissione al Consiglio ed al Parlamento europeo, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to move Forward*, COM (2003) 284, emessa alla luce del rapporto *A Modern Regulatory framework for company law in Europe* redatto dal c.d. *High Level Group of Company Law Experts* (c.d. gruppo Winter, costituito nel settembre 2001 dalla stessa Commissione), entrambi consultabili sul sito www.europa.eu.int/comm/internal_market.

Cfr. M. HÖPNER – A. SCHÄFER, *A New Phase of European Integration: Organised Capitalisms in Post-Ricardian Europe*, 2010, p. 8, disponibile sul sito

mercato unico, la CE e il sistema economico globale stanno attraversando. Con la sentenza Centros prima e poi anche successivamente, la CGCE ha mostrato di ammettere la "concorrenza tra ordinamenti"⁹⁶, approccio che è stato poi sposato anche dal legislatore comunitario: si pensi al Regolamento SE⁹⁷, il quale rinvia, per circa due terzi, alla disciplina contenuta nel diritto azionario dei singoli paesi, solo parzialmente armonizzato e con notevoli differenze e la Direttiva SE. Anche la direttiva 2004/25/CE⁹⁸ e la direttiva 2003/71/CE⁹⁹ sono state salutate quali esempi di armonizzazione minima a fronte di una generale "concorrenza tra ordinamenti", attribuendo esse la possibilità di esercitare una *optio legis* diretta (*multi-listing*) o quale conseguenza indiretta di altre operazioni (fusioni transfrontaliere, trasferimento della sede all'estero, *delisting*)¹⁰⁰.

<http://econstor.eu/dspace/bitstream/10419/19941/1/dp07-4.pdf>, (ultima visita: settembre 2010), i quali sostengono che le iniziative della Commissione, in questa fase di integrazione post-ricardiana dell'Europa, mirerebbero più che a creare un *level playing field* tra i Paesi membri, ad indirizzare il mercato unico verso un modello anglo-sassone.

⁹⁶ Vd. G.B. PORTALE, "Armonizzazione" e "concorrenza" tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Corr. giur.*, 2003, pp. 96 ss.; E. WYMEERSCH, *Centros: A Landmark Decision in European Company Law*, 1999, p. 18, disponibile sul sito www.ssm.com. In maniera decisamente più esplicita si è espresso l'Avvocato Generale La Pergola del caso Centros, il quale afferma nelle proprie conclusioni "in assenza di armonizzazione, insomma, è la concorrenza tra sistemi normativi («*competition among rules*») a dover avere libero gioco, anche in materia societaria", (punto 20).

⁹⁷ M. MIOLA, *Lo statuto di Società europea nel diritto societario comunitario: dall'armonizzazione alla concorrenza tra ordinamenti*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 322 ss.; L. ENRIQUES, *Silence is Golden: The European Company as a Catalyst for Company Law Arbitrage*, in *J. Corp. L. Stud.*, 2004, pp. 77 ss.

⁹⁸ Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche d'acquisto ("**Direttiva OPA**"), pubblicata in GUCE L 142 del 30 aprile 2004.

⁹⁹ Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari ("**Direttiva Prospetto**"), pubblicata in GUCE L 354 del 31 dicembre 2003.

¹⁰⁰ M.V. BENEDETTI, *Offerte pubbliche di acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, pp. 565 ss.; M. VENTORUZZO, *The Thirteen Directive and the Contrasts between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, not so Different (Political and Economic) End?*, 2005, pp.

Inoltre, nelle parole del giudice del Lussemburgo è possibile scorgere una considerazione della concorrenza tra ordinamenti non solo come soluzione provvisoria in attesa di un'armonizzazione completa, bensì come virtuosa alternativa per lo sviluppo del mercato unico. La competizione dovrebbe produrre diversi benefici: (i) aumentare le opzioni per gli operatori economici; (ii) incentivare le giurisdizioni più carenti in materia societaria ad adeguarsi a quelle più virtuose e di correggere le scelte legislative erranee; (iii) minore possibilità per le lobby di influenzare i governi per ottenere scelte legislative a proprio vantaggio e a detrimento della collettività delle imprese¹⁰¹.

Le pronunce della CGCE avevano però sollevato anche alcune perplessità in merito alla liberalizzazione della scelta della *lex societatis*, perplessità ribadite anche recentemente in seguito alla sentenza Cartesio. L'attività giurisprudenziale, in realtà, ha semplicemente reso più evidente una volontà già espressa precedentemente¹⁰² in merito ad una armonizzazione minima, combinata con il principio del mutuo riconoscimento. Ciò avrebbe potuto originare un c.d. "race to the bottom",

65 ss., disponibile sul sito www.ssm.com; parla di "soft harmonization" M. BECHT, *Reciprocity in Takeover*, 2003, disponibile sul sito www.ssrn.com.

¹⁰¹ S. LOMBARDO, *Disintegrating the Regulation of the Business Corporation as a Nexus of Contracts: Regulatory competition vs. Unification of Law*, 2008, p. 5, disponibile sul sito www.ecgi.org. Secondo un approccio per così dire efficientistico, il legislatore dovrebbe astenersi dall'intervenire lasciando le forze di mercato libere di agire. Un intervento sarebbe giustificato solo in caso di falle del mercato (asimmetria informative, beni pubblici etc.) e solo qualora i costi di un intervento fossero inferiori rispetto ai benefici. Cfr. R. ROMANO, *The Need for Competition in International Securities Regulation*, 2001, disponibile sul sito http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1015&context=lepp_papers, (ultima visita: settembre 2010).

Parlano di "Arbitraggio istituzionale", P.A. HALL – D.W. SOSKICE, *Varieties of Capitalism: the institutional foundation of comparative advantage*, 2001, p. 57.

¹⁰² Il riferimento è al Libro Bianco della Commissione: *Completing the Internal Market* del 14 giugno 1985, COM (85) 310. Tale documento esortava anche un ravvicinamento spontaneo delle legislazioni, e quindi "dal basso", ma questa proposta è sostanzialmente naufragata, cfr. P. MONTALENTI, *Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 806 ss.

ossia quel fenomeno in virtù del quale gli Stati nazionali, al fine di attrarre capitali stranieri, emanino disposizioni societarie sempre più permissive, a danno degli *stakeholders* (creditori, soci di minoranza, lavoratori) i quali non hanno alcuna possibilità di incidere sulle scelte gestionali, quale appunto l'individuazione del Paese di incorporazione¹⁰³. In realtà, il fenomeno non è mai stato dimostrato ed è rimasto piuttosto come uno spettro temuto aprioristicamente. Anzi, in uno studio basato sul Tobin's Q quale indice di rilevazione del valore delle società, è stato dimostrato che le imprese incorporate nel Delaware valevano maggiormente (2-3%) rispetto ad imprese comparabili incorporate in altri Stati¹⁰⁴. Ad ogni modo, anche ipotizzando astrattamente che un *market for corporate charters* produca effetti considerati dannosi a livello di sistema, sono state messe

¹⁰³ Il dibattito è stato originato negli Stati Uniti da W.L. CARY, (nt. 29), pp. 663 ss. Vd. anche L.A. BEBCHUK, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on the State Competition in Corporate Law*, in *Harv. L. Rev.*, 1991, pp. 1437 ss.; Id., *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*, in *Colum. L. Rev.*, 1999, pp. 1168 ss. Cfr. G. SUBRAMANIAN, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the "Race" Debate and Antitakeover Overreaching*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2002, pp. 1795 ss. Sostiene invece che, data l'efficienza dei mercati di capitali, gli extra-profitti originati dalle società del Delaware non potrebbero essere realizzati a danno degli investitori, R.K. WINTER JR., *State Law, Shareholders Protection, and the Theory of Corporation*, in *J. Legal Stud.*, 1977, pp. 251 ss. M.J. ROE, *Delaware's Competition*, in *Harv. L. Rev.*, 2003, pp. 635 ss., invece, ritiene impossibile provare i reali effetti di una competizione tra ordinamenti data la centralità del ruolo svolto dalle leggi federali emanate dal Congresso; sul rapporto tra leggi federali e leggi statali vd. L.A. BEBCHUK – A. HAMDANI, *Federal Corporate Law: Lessons from History*, in *Colum. L. Rev.*, 2006, pp. 1793 ss. Con riferimento al mercato europeo vd. D. CHARNY, *Competition among Jurisdictions in Formulating Corporate Law Rules: An American Perspective on the "Race to the Bottom" in the European Communities*, in *Harv. Int'l L. J.*, 1991, pp. 423 ss. Sostiene che un sistema liberista, quale quello europeo, nel quale i fattori produttivi siano in competizione permettere una più efficiente allocazione delle risorse, S. LOMBARDO, *La libertà comunitaria di stabilimento delle società dopo il "caso Überseering": tra armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, p. 475.

¹⁰⁴ R. DAINES, *Does Delaware law improve firm value?*, 2000, disponibile sul sito www.ssrn.com. Contra G. SUBRAMANIAN, *The Disappearing Delaware Effect*, 2002, disponibile sul sito www.ssrn.com, il quale sostiene che i benefici di un'incorporazione nel Delaware, in termini di valore delle società, siano terminati nel 1996. L'A. quindi non sostiene un effetto deleterio per gli *stakeholders* derivante dal "lassismo" della legislazione in analisi.

chiaramente in evidenza le differenze strutturali tra il contesto europeo e quello statunitense, le quali rendono estremamente difficoltoso che il c.d. "effetto Delaware" trovi spazio in territorio nostrano¹⁰⁵. Innanzitutto, il problema di scegliere ordinamenti poco attenti alle categorie deboli per individuare la *lex societatis* si pone solo in un momento successivo in quanto in sede di costituzione tali soggetti sono perfettamente in grado di valutare l'opportunità di contrattare con la società o di aderire al contratto sociale e le relative conseguenze (ad eccezione dell'ipotesi in cui il rapporto giuridico sia di fonte extra-contrattuale). Negli Stati Uniti, infatti, la re-incorporazione nello Stato del Delaware avviene tipicamente quando la società, una volta raggiunte le dimensioni ritenute ottimali, decida di quotarsi¹⁰⁶. E' altamente improbabile che ciò avvenga anche nel contesto dell'Unione Europea in cui l'arbitraggio regolamentare viene sfruttato soprattutto in fase di *start-up* della società per evitare le norme relative al capitale minimo o ad altri fattori di costo¹⁰⁷. E' evidente che un capitale sociale minimo di – ipotizziamo – 120.000 euro non rappresenti un reale ostacolo per una società di grandi dimensioni o addirittura quotata. Questa

¹⁰⁵ L. ENRIQUES, *EC Company Law and the Fears of European Delaware*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, pp. 1259 ss.; M. GELTER, *The Structure of Regulatory Competition in European Corporate Law*, 2008, disponibile sul sito http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/Gelter_19-The-Structure-of-Regulatory-Competition-in-European-Corp-Law.pdf, (ultima visita: settembre 2010).

¹⁰⁶ La ragione è generalmente ricondotta ad alcuni fattori c.d. gestionali, ossia che attengono alla vita e alla *corporate governance* della società, alla prevedibilità e specializzazione dei tribunali e alla rete di esperti che opera nel Delaware, vd. R. ROMANO, *Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, in *J. L. Econ. & Org.*, 1985, pp. 225 ss. O. BAR-GILL – M. BARZUZA – L.A. BEBCHUK, *The Market for Corporate Law*, in *J. Inst'l Theo. Econ.*, 2006, pp. 134 ss. Cfr. W.J. CARNEY – B.G. SHEPHERD, *The Mystery of Delaware Law's Continuing Success*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2009, pp. 1ss.

¹⁰⁷ M. VENTORUZZO, (nt. 26), pp. 7 ss. In altre parole, i soci andrebbero alla ricerca del Paese membro nel quale i costi per costituire una società siano più bassi, tipicamente la Gran Bretagna, dove è possibile completare l'operazione rapidamente, *on-line* e rispettando formalità minime, sebbene esistano delle differenze sostanziali a seconda del Paese di provenienza, cfr. M. BECHT – L. ENRIQUES – V. KOROM, *Centros and the Cost of Branching*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com.

considerazione è dimostrata anche da uno studio quantitativo sulle società di nuova costituzione in Gran Bretagna¹⁰⁸.

Inoltre, i diversi *Law Statute* dei singoli Stati federali hanno palmari profili di omogeneità, il che rende maggiormente agevole per gli operatori economici optare per uno di essi sulla base delle sole convenienze societarie (o personali). Per di più, numerosi Stati membri prevedono dei meccanismi di tutela specifici in caso di trasferimento della sede all'estero, *i.e.* diritto di recesso, che rendono maggiormente oneroso il ricorso ad una tale operazione¹⁰⁹. Un altro elemento distintivo tra i due sistemi, che limita la facoltà di scelta, è l'impossibilità in Europa di evitare che alcune controversie societarie siano decise dal giudice del Paese di incorporazione¹¹⁰. Infine, la direttiva 69/335/CEE, concernente le imposte indirette sulla raccolta di capitali¹¹¹, impedirebbe l'introduzione di una

¹⁰⁸ M. BECHT – C. MAYER – H.F. WAGNER, (nt. 27). La Ltd. Britannica si propone, infatti, di essere il tipo societario di riferimento in un ipotetico Delaware europeo, come suffragato anche dall'incremento del ricorso a tale forma societaria in Europa: tra il 2003 e il 2006 sono state costituite oltre 67.000 *private limited companies* in Gran Bretagna provenienti da altri ordinamenti e principalmente da Germania, Francia, Olanda e Norvegia. Per avere un'idea della portata del *trend* si consulti il sito www.go-limited.de, nel quale si offre un pacchetto per costituire una società soggetta all'ordinamento britannico, evitando così di rispettare le rigide norme tedesche in tema di responsabilità degli amministratori, di capitale sociale minimo (25.000 euro per una GmbH, a fronte di 1,4 per una Ltd.) e di co-gestione.

¹⁰⁹ Presupposto di una effettiva competizione tra ordinamenti è la possibilità per le società di trasferire liberamente la propria sede e scegliere/modificare la *lex societatis* a fronte di costi sostanzialmente esigui (c.d. *sunk/switch costs*).

¹¹⁰ J.C. DAMMANN, *The U.S. Concept of Granting Corporations Free Choice among State Corporate Law Regimes as a Model for the European Community*, 2003, disponibile sul sito www.ssrn.com. L'autore mette in evidenza la mancanza, in Europa, del criterio del *forum non conveniens* per l'individuazione del titolo giurisdizionale (p. 32), l'esistenza di barriere linguistiche e di possibili "antipatie" ingenerate in alcuni giudici dalle c.d. *pseudo foreign corporations* (p. 26). Per tali ragioni, è probabile che gli avvocati, che giocano spesso un ruolo decisivo in questo tipo di scelte, si oppongano ad una eventuale re-incorporazione in un altro ordinamento, K. HEINE – W. KERBER, *European Corporate Laws, Regulatory Competition and Path Dependence*, in *Eur. J. L. Econ.*, 2002, pp. 47 ss.

¹¹¹ Direttiva del Consiglio del 17 luglio 1969, pubblicata in GUCE n. 249 del 3 ottobre 1969

*Franchise Tax*¹¹² sul modello di quella del Delaware¹¹³. Una dottrina¹¹⁴ ha altresì sottolineato le differenti priorità che caratterizzano i due sistemi¹¹⁵: la massimizzazione del valore delle partecipazioni negli Stati Uniti¹¹⁶ e una crescita armoniosa e attenta alle prerogative degli *stakeholders* nel mercato europeo¹¹⁷. Una delle ragioni che hanno spinto i padri della Comunità Europea ad inserire l'art. 44, c. 2, lett. g), nel TCE è stata proprio l'esigenza di prevenire un *race to the bottom* delle legislazioni nazionali¹¹⁸. L'armonizzazione quindi come argine ad un deterioramento del diritto societario dei Paesi membri¹¹⁹.

¹¹² Si tratta di una tassa annuale basata sul valore nominale delle azioni, che non può comunque eccedere i 165.000 dollari anche qualora la capitalizzazione della società sia di miliardi di dollari, cfr. M. KAHAN – E. KAMAR, *Price Discrimination in the Market for Corporate Law*, in *Cornell L. Rev.*, 2001, pp. 1205 ss.

¹¹³ L. ENRIQUES, (nt. 104), p. 1271 ed i riferimenti ivi contenuti.

¹¹⁴ A. PERRONE, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione fra gli ordinamenti? Riflessioni sul caso Centros*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 1302.

¹¹⁵ Vd. R. KRAAKMAN – J. ARMOUR – P. DAVIES – L. ENRIQUES – H.B. HANSMANN – G. HERTIG – K. HOPT – H. KANDA – E.B. ROCK, *Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2009.

¹¹⁶ Per un'analisi in chiave storica vd. W. LAZONICK – M. O'SULLIVAN, *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*, 2000, disponibile sul sito https://greenchemistry.uml.edu/centers/CIC/Research/Lazonick_Research/Older_Research/Business_Institutions/maximizing%20shareholder%20value.pdf.

¹¹⁷ Tra gli obiettivi dell'UE si fa menzione di: "promuovere un progresso economico e sociale e un elevato livello di occupazione e pervenire a uno sviluppo equilibrato e sostenibile", (art. 2 del Trattato dell'Unione Europea).

¹¹⁸ J. WOUTERS, *European Company Law: Quo vadis?*, in *Common Mkt. L. Rev.*, 2000, pp. 269 ss. Questo approccio è esplicitamente criticato in L. ENRIQUES, *The Uneasy Case for Top-Down Corporate Law Harmonization in the European Union*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com. Secondo l'A., la mancanza di un reale rischio di una corsa *vers le bas* delle legislazioni nazionali rende prematuro, allo stato attuale di sviluppo del mercato unico, l'imposizione di regole uniformi, oltre che essere estremamente oneroso; inoltre contesta l'assunto in virtù del quale il legislatore comunitario sarebbe più adatto, rispetto ai singoli legislatori nazionali, a prevenire eventuali fallimenti del mercato.

¹¹⁹ Sembra che questa sia stata la richiesta del governo francese per compensare la libertà di stabilimento riconosciuta alle società dal Trattato.

Le ulteriori ragioni di una prospettata armonizzazione legislativa a livello comunitario sono: (i) la necessità, per realizzare un mercato unico, che gli operatori economici possano contare su regole simili per agevolare gli scambi commerciali (c.d. standardizzazione); (ii) garantire la certezza del diritto nelle operazioni intra-comunitarie.

Si tenga comunque presente che l'intervento della Corte, nel senso del riconoscimento di una competizione tra ordinamenti, non è – evidentemente – un intervento politico, bensì tecnico, quindi non può essere considerato quale espressione di un disegno comunitario (anche se rispettato poi in atti successivi volti al ravvicinamento delle legislazioni statali). Esso è stato interpretato da una parte della dottrina come una sollecitazione ad uscire "dalle secche del processo di armonizzazione"¹²⁰. L'*optimum* legislativo comunitario, infatti, è stato individuato da alcuni studiosi in un sapiente temperamento tra concorrenza e armonizzazione, individuando da un lato i limiti all'armonizzazione¹²¹ e, dall'altro, i segmenti di mercato in cui appare opportuno lasciare agire la concorrenza tra diritti nazionali, pur non tralasciando il rispetto dell'identità nazionale di ciascuno Stato Membro¹²². La circostanza che il processo di armonizzazione non sia compiuto, in ogni caso, non potrà

In realtà, lo strumento delle direttive, espressamente sancito dall'art. 94 TCE, e dei regolamenti, attraverso il quale è stato dato un contributo significativo al processo di armonizzazione del diritto societario europeo, è stato severamente criticato, vd. L. ENRIQUES, *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial are They?*, 2005, disponibile sul sito www.ssrn.com; con riferimento ai diritti degli azionisti, M. SIEMS, *The Case against Harmonisation of Shareholders Rights*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

¹²⁰ A. PERRONE, (nt. 113), p. 1302.

¹²¹ Ai sensi dell'art. 3, c. 1, lett. h), TCE, l'azione della Comunità comporta il ravvicinamento delle legislazioni nazionali nella misura necessaria al funzionamento del mercato comune. Inoltre, l'art. 44, c. 2, lett. g), TCE, specificamente in materia societaria, indica a Consiglio e Commissione l'obiettivo di coordinare, al fine di renderle equivalenti, le garanzie per proteggere gli interessi dei soci e dei terzi. Non sembrano quindi ravvisabili dei limiti espliciti all'armonizzazione, eccezion fatta per i principi generali di sussidiarietà e proporzionalità (art. 5, rispettivamente c. 2 e c. 3, TCE).

¹²² Vd. G.B. PORTALE, (nt. 95), pp. 97 ss. ed i riferimenti ivi contenuti; A. GUACCERO, *Libertà di stabilimento e diritto societario*, in *La competizione tra ordinamenti giuridici*, A. PLAIA (a cura di), 2007, pp. 9 ss.; S. MOCK, *Harmonization, Regulation and Legislative Competition in European Corporate Law*, in *German L. J.*, 2002, pp. 7 ss.; R. VAN DEN BERGH, *Towards an Institutional Legal Framework for Regulatory Competition in Europe*, in *Kyklos*, 2000, pp. 437 ss.

offrire una giustificazione agli Stati membri per limitare la libertà di stabilimento sancita dal Trattato¹²³.

7. La sentenza *Sevic*

La decisione della CGCE di maggiore rilievo in tema di fusioni transfrontaliere è senz'altro la *Sevic*¹²⁴. La causa verteva intorno al rifiuto del registro delle imprese tedesco di iscrivere una fusione tra una società locale (la *Sevic*) e una società lussemburghese (la *Security Vision Concept SA*, "**SVC**"). Il rifiuto era conseguenza dell'applicazione alla fattispecie dell'art. 1 della legge nazionale sulla trasformazione di società (*l'Umwandlungsgesetz*). Tale norma, così come interpretata dal tribunale, prevedeva la possibilità di (trasformazione mediante) fusione solamente per i soggetti giuridici con sede nel territorio nazionale e mancando, invece, una norma analoga che regolasse le fusioni transfrontaliere¹²⁵, queste erano considerate vietate¹²⁶. La Corte d'appello di Coblenza, di

¹²³ Come espressamente statuito dalla CGCE in risposta alle difese di alcuni Paesi membri, sentenza *Centros*, (nt. 62), punto 28; sentenza *Überseering*, (nt. 63), punto 55; Sentenza del 28 gennaio 1992, causa C-204/90, *Bachmann*, in *Raccolta*, p. I-249, punto 11.

¹²⁴ [Vd.](#) nt. 55.

¹²⁵ Secondo P. KINDLER, *Le fusioni nel diritto tedesco: la sentenza Sevic della Corte di giustizia e l'attuazione della direttiva 2005/56/CE in Germania*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, p. 480, la scelta del legislatore tedesco di escludere le società straniere dall'ambito applicativo della legge sulle operazioni straordinarie del 1994 deriva dal fatto che la Germania, quale "Stato modello" della Comunità, non voleva anticipare il legislatore comunitario, il quale già nel 1985 aveva elaborato una proposta di direttiva CE sulle fusioni transfrontaliere.

¹²⁶ Per un commento vd. O. SCHMIDT, *La nuova legge tedesca sulle trasformazioni di imprese*, in *Dir. comm. int.*, 1995, pp. 889 ss.

fronte la quale era stata impugnata la sentenza di rigetto del Tribunale di primo grado di Neuwied, rinviava alla CGCE la questione pregiudiziale circa la compatibilità della norma applicata con la libertà di stabilimento garantita dagli artt. 43 e 48 TCE.

Il primo aspetto rilevante è rappresentato da un'affermazione della Corte, la quale, riprendendo le parole dell'Avvocato Generale Tizzano¹²⁷, considera le fusioni (transfrontaliere) quali "modalità particolari di esercizio della libertà di stabilimento"¹²⁸ e quindi soggette all'applicazione degli artt. 43 e 48 TCE. La suddetta qualificazione è stata, però, contestata dai governi tedesco e olandese, secondo i quali la società incorporata, in virtù della fusione, si estinguerebbe, perdendo così la personalità giuridica. Essendo l'esistenza della società, in base all'ordinamento di uno Stato membro, una pre-condizione per beneficiare delle libertà di cui agli artt. 43 e 48 TCE, una società estinta non potrebbe stabilirsi, né a titolo principale, né a titolo secondario in un altro Stato membro¹²⁹. Tale approccio, tuttavia, è stato rigettato dall'Avvocato Generale secondo il quale, da un lato l'estinzione della società sarebbe una conseguenza della fusione, conseguentemente, per tutta la durata la fase che precede il perfezionamento dell'operazione, fino all'iscrizione nel registro delle imprese, "entrambe le società esistono ed operano come

¹²⁷ Conclusioni del 7 luglio 2005, punti 30 ss.: "Rientrano [pertanto] nell'ambito di applicazione del diritto di stabilimento tutte quelle misure che permettono o anche solo facilitano l'accesso ad un altro Stato membro e/o lo svolgimento di attività economiche in tale Stato, consentendo ai soggetti interessati di poter partecipare effettivamente ed alle stesse condizioni degli operatori nazionali alla vita economica del Paese".

¹²⁸ Sentenza Sevic, (nt. 55), punto 19, in cui si afferma inoltre che le fusioni transfrontaliere "rispondono alle esigenze di cooperazione e di raggruppamento di società stabilite in Stati membri differenti".

¹²⁹ Il governo olandese ha altresì precisato che, sulla scorta della sentenza Daily Mail, la costituzione, il funzionamento e l'estinzione di una società sono aspetti che esulano dalla sfera di applicazione del diritto comunitario e sarebbero, pertanto, di competenza degli ordinamenti nazionali.

persone giuridiche pienamente capaci di negoziare e stipulare l'atto di fusione"¹³⁰. Dall'altro lato, al fine di garantire il pieno godimento del diritto di stabilimento, inteso come possibilità di partecipare, in maniera stabile e continuativa, alla vita economica di un altro Stato membro la Corte ha assoggettato alla disciplina degli artt. 43 e 48 TCE, non soltanto le norme e pratiche nazionali riguardanti direttamente e specificamente l'esercizio dell'attività economica considerata, ma altresì tutte quelle relative alle varie facoltà generali utili all'esercizio di dette attività¹³¹. Il diritto di stabilimento, insomma, non attiene solo al diritto di trasferirsi in uno Stato membro diverso al fine di svolgervi la propria attività, ma riguarda tutti gli aspetti che risultano in qualche modo complementari e funzionali allo svolgimento di detta attività e quindi al pieno esercizio della libertà sancita dal Trattato¹³². Le fusioni transfrontaliere, infatti, hanno, tra le diverse funzioni, anche quella di riorganizzazione dell'assetto societario e di modificare la *lex societatis* senza dover procedere ad una liquidazione e una ricostituzione, le quali sarebbero poco efficienti dal punto di vista

¹³⁰ Conclusioni, (nt. 126), punto 26. L'Avvocato Generale risponde così al quesito giustamente sollevato dal governo tedesco circa il momento nel quale si estingue la società incorporata (*i.e.* la registrazione della fusione). Tizzano parla anche di "logica rovesciata" a proposito del summenzionato ragionamento dei governi tedesco e olandese. Critica aspramente le considerazioni dell'Avvocato Generale, P. BEHERENS, *Case C-411/03, SEVIC Systems AG*, in *Comm. Mkt. L. Rev.*, 2006, pp. 1675 ss.

¹³¹ Conclusioni, (nt. 126), punto 29. L'Avvocato Generale richiama espressamente le pronunce Gebhard, (nt. 87), punto 25; la sentenza del 14 gennaio 1988, causa 63/86, Commissione c. Repubblica italiana, in *Raccolta*, 1988, p. 29; sentenza del 30 maggio 1989, causa 305/87, Commissione c. Repubblica greca, in *Raccolta*, 1989, p. 1461.

¹³² Tizzano precisa inoltre che una fusione *cross-border* potrebbe essere utilizzata anche come ipotesi di stabilimento secondario, nell'ipotesi in cui la società risultante dalla fusione decida, come nel caso analizzato, di continuare ad operare nel territorio della società incorporata a mezzo di una succursale, Conclusioni, (nt. 126), punti 35 ss. L'Avvocato Generale sembra voler mettere in evidenza la rilevanza della libertà di stabilimento, oltre che nella fase "statica" di costituzione dell'ente, anche in quella "dinamica" di svolgimento della vita dello stesso, allorché entri in contatto con ordinamenti diversi rispetto a quello originario.

fiscale, delle tempistiche e dei costi¹³³. Alla luce di queste considerazioni, pertanto, una fusione transnazionale costituirebbe una particolare modalità di esercizio della libertà di stabilimento. Alle medesime conclusioni è giunta poi anche la Corte¹³⁴.

La pronuncia si inserisce, quindi, chiaramente nel solco delle sentenze analizzate in precedenza ed infatti la Corte ha confermato che una limitazione alla possibilità di realizzare una fusione transfrontaliera sarebbe giustificata solamente in presenza di ragioni imperative di interesse generale (*i.e.* la tutela degli interessi dei creditori, dei soci di minoranza e dei lavoratori, nonché la tutela dell'efficacia dei controlli fiscali e della lealtà nei rapporti commerciali). In ogni caso, la norma tedesca in analisi eccedeva quanto necessario a raggiungere obiettivi di tutela di detti interessi e pertanto non rispettava il requisito della proporzionalità¹³⁵.

¹³³ Vd. sentenza *Sevic*, (nt. 55), punto 21, richiamando le conclusioni dell'Avvocato Generale, punto 47, la fusione "costituisce una tecnica efficace di trasformazione societaria in quanto consente, nel quadro di un'unica operazione, di esercitare una data attività in forme nuove e senza soluzione di continuità, riducendo pertanto notevolmente le complicazioni, i tempi ed i costi associati a forme alternative di raggruppamento societario, quali quelle che comportano, ad esempio, lo scioglimento di società con liquidazione del patrimonio e successiva costituzione di una nuova società con trasmissione a quest'ultima di singoli elementi del patrimonio". Cfr. T.H. TRÖGER, *Choice of jurisdiction in European Corporate Law - Perspectives of European corporate governance*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2005, pp. 15 ss.

¹³⁴ P. KINDLER, (nt. 124), p. 480, ha affermato che la Corte non ha apprezzato la "nobile astensione legislativa" del governo tedesco in attesa della direttiva CE sulle fusioni transfrontaliere, la cui approvazione, precedente alla sentenza, avrebbe potuto forse comportare una deroga alla competenza della CGCE.

Il permanere del divieto di procedere ad una fusione transfrontaliera, sino all'armonizzazione dei diritti nazionali, sarebbe l'unico modo, data la disomogeneità degli stessi, per garantire un adeguato livello di certezza del diritto nelle transazioni commerciali. Pur riconoscendo i problemi specifici posti dalle fusioni *cross-border*, la Corte ha respinto queste argomentazioni dei governi tedesco e olandese, vd. sentenza *Sevic*, (nt 55), punti 24 ss.

¹³⁵ Così, richiamando espressamente i casi *Überseering* e *Inspire Art*, la sentenza *Sevic*, (nt. 55), punti 28 e 30. L'Avvocato Generale suggeriva, quale possibile strumento per il raggiungimento dello scopo, ad esempio, la possibilità di rifiutare la registrazione caso

In modo forse un po' troppo frettoloso, quanto meno sotto il profilo delle argomentazioni¹³⁶, la CGCE ha concluso dichiarando contrario alle norme comunitarie sulla libertà di stabilimento una legge che impedisca di iscrivere nel registro delle imprese una fusione qualora una delle società partecipanti abbia sede in un altro Paese membro se tale operazione è invece ammessa tra società aventi sede nel territorio dello Stato membro ospitante. Sembra quindi, che la CGCE condannasse *expressis verbis* esclusivamente la violazione del principio comunitario di non discriminazione in materia societaria¹³⁷. Attraverso una ricostruzione del procedimento logico dei giudici del Lussemburgo era possibile ricavare, inoltre, che una norma che impedisse generalmente l'iscrizione di una fusione a cui partecipino una società avente sede in un altro Stato membro fosse contraria alle norme comunitarie sulla libertà di stabilimento. Ne conseguiva che uno Stato non potesse vietare le c.d. fusioni "in entrata", ossia fusioni in cui la società risultante abbia sede nel territorio dello Stato in oggetto¹³⁸. Residuavano dei dubbi circa la legittimità, sulla scorta della giurisprudenza *Sevic*, di provvedimenti nazionali che vietassero fusioni "in uscita". Sebbene una parte della dottrina si fosse espressa in senso negativo¹³⁹, dalle parole dell'Avvocato Generale si potevano trarre elementi per concludere circa l'effetto restrittivo di tali provvedimenti nei

per caso e solo in caso di manifesta e comprovata difficoltà di coordinamento tra gli ordinamenti giuridici coinvolti, vd. Conclusioni, (nt. 126), punto 65.

¹³⁶ F.M. MUCCIARELLI, *Fusioni transfrontaliere e libertà di stabilimento delle società nell'Unione Europea: il caso "Sevic"*, in *Giur. comm.*, 2006, pp. 417 ss., il quale afferma che "Le argomentazioni impiegate nella sentenza, al contrario delle conclusioni dell'Avvocato Generale, lasciano interdetti per la loro concisione e lacunosità, tanto da far pensare che la Corte sia mossa da un mero intento di politica del diritto".

¹³⁷ M.M. SIEMS, *Sevic: Beyond Cross-border Mergers*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2007, p. 315; per una disamina del principio vd. T. BALLARINO, *Manuale breve di diritto dell'Unione Europea*, 2004, pp. 310 ss.

¹³⁸ Tale considerazione si deduce logicamente dalla fattispecie analizzata che riguardava, appunto, una "inbound merger".

¹³⁹ P. KINDLER, (nt. 124), p. 485.

confronti della libertà di stabilimento. Poggiando, infatti, sulle interpretazioni precedenti, fornite dalla Corte, del principio comunitario, Tizzano afferma che questo si oppone a che uno Stato ostacoli lo stabilimento di operatori nazionali in un altro Paese membro. Egli conclude sostenendo che sarebbero così vietate sia le restrizioni all'entrata, sia restrizioni all'uscita dal territorio nazionale¹⁴⁰.

Il portato della sentenza era stato estremamente importante in quanto in passato le operazioni di fusioni tra società di diversi Paesi membri erano estremamente complesse ed in diversi casi persino irrealizzabili¹⁴¹. Ciò aveva spinto gli operatori economici ad architettare operazioni alternative per ottenere risultati analoghi: ad esempio, la creazione di un Gruppo Economico di Interesse Europeo ("GEIE")¹⁴² o di una Società cooperativa europea¹⁴³; la liquidazione di una società e il conferimento, in sede di liquidazione, dei beni ad una società di nuova

¹⁴⁰ Conclusioni, (nt. 126), punto 45. Cfr. anche C.P. SCHINDLER, *Cross-Border Mergers in Europe – Company Law is Catching Up!*, in *Eur. Com. Fin'l L. Rev.*, 2006, pp. 117 ss.

¹⁴¹ Ad esempio, le legislazioni, così come interpretate localmente, di Germania, Austria, Olanda, Grecia, Danimarca e Regno Unito (per quest'ultima cfr. le *Sections* 425-427 A e la *Schedule* 15 B del *Companies Act* 1985) non permettevano le fusioni transfrontaliere. In Francia e Belgio sembravano ammesse solo le fusioni transfrontaliere "in entrata". Gli unici ordinamenti che apparivano liberali sul tema sembravano essere quello italiano, spagnolo e portoghese. Per una rassegna vd. A. PRETO – C. DESOGUS, (nt. 50), pp. 235 ss.; cfr. anche J.C. DAMMANN, *Freedom of Choice in European Corporate Law*, in *Yale J. Int'l L.*, 2004, pp. 489 ss., il quale sottolinea la generale incertezza sotto il profilo giuridico di una tale operazione.

¹⁴² Regolamento CEE n. 2137/85 del Consiglio, del 25 luglio 1985, relativo all'istituzione di un gruppo europeo di interesse economico, pubblicato in GUCE L 199 del 31 luglio 1985, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985R2137:IT:HTML>. Tale strumento risulta però menomato rispetto ad una fusione in quanto è uno strumento di cooperazione tra imprese, (i cui patrimoni rimarranno pertanto separati), a cui è precluso l'esercizio di nuove attività.

¹⁴³ Regolamento CE n. 1435/2003 del Consiglio, del 22 luglio 2003, relativo allo statuto della Società cooperativa europea ("SCE"), pubblicato in GUCE L 207 del 18 agosto 2003, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003R1435:IT:HTML>.

costituzione o preesistente nel Paese di arrivo¹⁴⁴; la costituzione di un *trust*¹⁴⁵; la creazione di una *joint-venture*¹⁴⁶; o altre complicate costruzioni societarie¹⁴⁷. Lo strumento che maggiormente si presta a tale scopo è la SE¹⁴⁸. Dopo un iniziale scetticismo nei confronti di questo strumento associativo, sembra che esso stia prendendo sempre più piede¹⁴⁹, almeno sino alla effettiva implementazione della Direttiva Fusioni. La SE risulta particolarmente popolare tra le imprese tedesche in quanto, rispetto ad una AG, garantisce maggiore flessibilità e alternative di *governance*. In particolare, la SE, a differenza di una AG, permette di adottare un sistema monistico, composto da un'assemblea degli azionisti e un organo di gestione¹⁵⁰. Altra caratteristica del sistema monistico è la possibilità di attribuire alla medesima persona il ruolo di presidente del consiglio di

¹⁴⁴ Questa soluzione è evidentemente inefficiente per la società, vd. *supra* nt. 132. Cfr. G. MARASÀ, *Nuovi confini delle trasformazioni e delle fusioni nei contratti associativi*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, pp. 311 ss.; E. WERLAUFF, *The Law of the European Company*, 2003, pp. 6 ss.

¹⁴⁵ M.M. SIEMS, (nt. 53), p. 181.

¹⁴⁶ H. TRENDELENBURG, *Cross-Border Mergers: Problems and Solutions*, in *Int'l Bus. Law.*, 2002, p. 71.

¹⁴⁷ Ad esempio, nell'operazione Daimler/Chrysler, era stata costituita la Daimler/Chrysler AG in Germania la quale lanciò un'offerta pubblica di scambio sulle azioni di Daimler-Benz AG e Chrysler Corp. per poi fondersi con la Daimler-Benz AG. Al termine dell'operazione la Chrysler Corp. risultava controllata al 100% dalla Daimler/Chrysler AG, vd. N. FERGUSON, *Daimler-Chrysler: A Sign of the Times*, in *Int'l Fin'l L. Rev.*, 1998, pp. 33 ss.; D.E. LOGUE - J.K. SEWARD, *Anatomy of a Corporate Transformation: The Case of Daimler-Benz*, in *L. Cont. Prob.*, 1999, pp. 87 ss.; B.W. JOHNSON, *German Corporate Culture in the Twenty-First Century: The Interrelation between the End of Germany, Inc. and Germany's Corporate Capital Gains Tax Reform*, in *Minn. J. Global Trade*, 2002, pp. 81 ss.

¹⁴⁸ Una delle modalità di formazione di una SE è, per l'appunto, una fusione (transfrontaliera), artt. 17 ss. del Regolamento SE. Tale modalità di costituzione di una SE, insieme alla trasformazione, rappresenta l'85% del totale dei casi.

¹⁴⁹ Vd. G. BALP, *Sul crescente ricorso alla Società Europea quale forma di esercizio dell'impresa a carattere europeo secondo un recente studio tedesco*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 606 ss., la quale richiama un'indagine condotta da un istituto tedesco dalla quale emergerebbe un incremento, nel periodo intercorrente tra il marzo 2007 e gennaio 2008, del numero di SE da 74 a 130, di cui il 45,7% risulta essere composto da società tedesche.

¹⁵⁰ Artt. 43 ss. del Regolamento SE.

gestione e direttore generale (c.d. modello del CEO). Un altro beneficio, probabilmente il principale, garantito dalla SE è una reale libertà di stabilimento attraverso un agevole trasferimento della sede sociale intra-comunitario, sottoposto solo ad alcune formalità¹⁵¹, anche se mitigata dal principio della sede reale che informa il Regolamento SE¹⁵². Sono state altresì messe in evidenza ragioni, per così dire, politiche quali, ad esempio, la volontà di dare una dimensione ed un'entità europea all'impresa (Allianz SE, Arcelor, GDF-Suez)¹⁵³. Obiettivo della costituzione di una SE mediante fusione potrebbe inoltre essere di mettere in comune il potenziale di imprese esistenti in Stati membri differenti, ovvero di procedere ad una forma di ristrutturazione societaria¹⁵⁴. Un elemento che tuttavia non depone a favore di questo strumento societario riguarda il necessario meccanismo di partecipazione dei lavoratori¹⁵⁵. Non appena adottata la decisione di costituire una SE, le società coinvolte dovranno procedere ad istituire una delegazione speciale di negoziazione, rappresentativa dei lavoratori¹⁵⁶, la quale, insieme agli organi competenti delle società partecipanti, determinerà le modalità del coinvolgimento dei

¹⁵¹ Art. 8 del Regolamento SE. Le suddette formalità possono essere classificate come segue: (i) la redazione del progetto di trasferimento della sede sociale; (ii) il regime di pubblicità del progetto di trasferimento; (iii) l'approvazione del progetto di trasferimento da parte dell'assemblea generale degli azionisti; (iv) il controllo sulla regolarità del procedimento mediante il rilascio di un certificato da parte dell'autorità competente.

¹⁵² La sede della SE, stabilita dallo statuto (sede sociale), deve corrispondere al luogo in cui è situata l'amministrazione centrale, ossia la sede effettiva della SE, (Artt. 2 e 3 del Regolamento SE).

¹⁵³ N. LENOIR, *The Societas Europaea (SE) in Europe: A promising start and an option with good prospects*, in *Utrecht L. Rev.*, 2008, p. 15.

¹⁵⁴ ASSONIME, circolare n. 55 del 5 agosto 2002, p. 11; F. AMBROSIANI, *Società Europea e fusione internazionale*, in *La Società Europea. Problemi di diritto societario comunitario*, U. DRAETTA – F. POCAR (a cura di), 2002, p. 614.

¹⁵⁵ Un accordo sulle modalità di coinvolgimento dei lavoratori è infatti condizione per l'iscrizione nel registro delle imprese (e quindi per l'acquisto della personalità giuridica) della SE, (art. 12 del Regolamento SE).

¹⁵⁶ Art. 3, c. 2, della Direttiva SE.

lavoratori nella SE¹⁵⁷. I negoziati tra i suddetti organi possono durare sino a sei mesi, prolungabili ad un anno¹⁵⁸. Non sembra questo essere un aspetto da sottovalutare in sede di scelte gestionali da parte delle società, in particolare per quelle legate ad ordinamenti nei quali la partecipazione dei lavoratori non è legislativamente contemplata.

La Corte, pur avendo "sdoganato" le fusioni intra-comunitarie, non si era pronunciata in relazione alle annose problematiche internazionalprivatistiche che esse sollevano e alle relative soluzioni per superare gli eventuali contrasti che l'applicazione di diverse *leges societatis* può comportare. Si può provare in questa sede a delineare alcune soluzioni a tali problematiche sulla base dei criteri di conflitto applicabili in ipotesi di fattispecie transnazionali, attribuendo particolare rilevanza alla scelta delle parti, la quale, come visto, ricopre un ruolo determinate nella scelta della *lex societatis* nel contesto comunitario. Orbene, risulta estremamente rilevante sottolineare preliminarmente quanto sia importante che gli ordinamenti coinvolti prevedano la fusione almeno come fattispecie a carattere puramente nazionale¹⁵⁹. Nel caso in cui la fusione sia contemplata da un ordinamento, ancorché solo come

¹⁵⁷ Art. 3, c. 3, della Direttiva SE.

¹⁵⁸ Art. 5 della Direttiva SE, il cui contenuto è ripreso fedelmente dall'art. 5, d.lgs. N. 188/2005 che ha dato attuazione alla Direttiva SE in Italia. Le tempistiche in questione possono risultare un deterrente al ricorso allo strumento della SE soprattutto a seguito dell'adozione della Direttiva Fusioni la quale dovrebbe permettere di evitare tale procedura.

¹⁵⁹ Tale rischio dovrebbe essere scongiurato dall'implementazione della direttiva 78/855/CEE del Consiglio, del 9 ottobre 1978, basata sull'art. 54, paragrafo 3, lettera g), del Trattato e relativa alle fusioni delle società per azioni, pubblicata in GUCE L 295 del 20 ottobre 1978, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31978L0855:it:HTML>, la quale impone agli Stati membri di disciplinare, per le società regolate dalla propria legislazione, l'istituto della fusione mediante incorporazione o mediante costituzione di una nuova società ("terza direttiva societaria").

fattispecie nazionale, si potrebbe procedere ad una "bilateralizzazione" delle norme materiali dettate, le quali potrebbero essere applicate estensivamente e analogicamente all'ipotesi transfrontaliera¹⁶⁰. Da un punto di vista strettamente internazionalprivatistico, si esclude una soluzione univoca quale, ad esempio, l'applicazione delle norme di cui all'ordinamento della società incorporante o della società incorporata; la prima soluzione non terrebbe conto del fatto che lo statuto societario dell'incorporata regola, tra i vari aspetti, anche l'estinzione della società, nel secondo caso invece l'ordinamento dell'incorporata dovrebbe disciplinare anche gli effetti dell'incorporazione, anche dopo l'estinzione della società incorporata¹⁶¹. Si dovrà, invece, cercare di contemperare i diritti volta per volta interessati, chiarendo previamente se si tratti di un conflitto reale o solamente apparente, ossia un conflitto tra norme dispositive e quindi derogabili. In quest'ultimo caso si potrebbe, sebbene non sia così pacifico, dare risalto alla volontà delle parti quale criterio di individuazione della legge applicabile. La questione appare complessa in quanto la volontà delle parti potrebbe essere interpretata come volta ad indicare applicabili, su un piano di parità, i diversi ordinamenti coinvolti in una fusione transfrontaliera¹⁶². In alcuni casi, pertanto, potrebbe essere necessario l'intervento di atti di armonizzazione comunitari, quali la Direttiva Fusioni, per risolvere conflitti insanabili in via interpretativa. La sentenza Sevic, infatti, ha dichiarato incompatibili con il diritto comunitario norme che esplicitamente o indirettamente vietino la realizzazione di fusioni transfrontaliere, ma nulla ha detto circa eventuali inconciliabilità

¹⁶⁰ M.V. BENEDETTELLI, (nt. 68), p. 268.

¹⁶¹ F.M. MUCCIARELLI, (nt. 135), p. 423.

¹⁶² M.V. BENEDETTELLI, *Le fusioni transfrontaliere*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, 4, pp. 382 ss.

tra gli ordinamenti in gioco¹⁶³, i quali pur ammetterebbero, in linea teorica, l'operazione.

Tali questioni sono state parzialmente superate dall'approvazione, antecedente alla sentenza *Sevic* stessa, della Direttiva Fusioni. Tuttavia esse conservano un profilo di interesse negli ambiti non coperti dal provvedimento comunitario (ad es. nel caso in cui alla fusione partecipi una società di persone, o una società che abbia per oggetto l'investimento collettivo di valori mobiliari, o un tipo di società il cui ordinamento non permetta di fondersi, ovvero in caso di coinvolgimento di una società cooperativa, nell'ipotesi in cui lo Stato membro abbia esercitato l'opzione di cui all'art. 3, c. 2, Direttiva Fusioni, escludendo le società cooperative dall'ambito di applicazione dell'atto comunitario).

8. Problematiche internazionalprivatistiche inerenti le fusioni transfrontaliere

Occupiamoci, però, adesso dei rapporti tra diritto internazionale privato delle società italiano e diritto comunitario e, in particolare, della compatibilità dell'art. 25, c. 3, l. 218/95 con il contesto normativo-giurisprudenziale comunitario. E' doveroso premettere che la suddetta norma ben ha resistito agli "scossoni" creati dalla pronunce della CGCE

¹⁶³ Probabilmente, anche volendo, la Corte non avrebbe potuto esprimersi al riguardo in ragione del fatto che essa è vincolata ai termini del rinvio pregiudiziale.

analizzate¹⁶⁴, perché basata su un sofisticato sistema che mira a garantire al meglio l'effettività del fenomeno societario. La norma in parola prevede che le "fusioni di enti con sedi in Stati diversi hanno efficacia soltanto se poste in essere conformemente alle leggi di detti Stati interessati". Secondo la ricostruzione prevalente in dottrina, tale disposizione non costituisce *sic et simpliciter* una norma di conflitto, bensì essa può essere meglio classificata quale norma di d.i.p. materiale che stabilisce un requisito che deve essere soddisfatto per la validità delle fusioni internazionali che richiamino l'applicazione della disciplina internazionalprivatistica italiana, contemperando i diversi valori giuridici in concorso¹⁶⁵. Pertanto essa, oltre ad ammettere la possibilità che società appartenenti a diversi Stati membri si fondano¹⁶⁶, individua anche dei requisiti di validità che attribuiscono rilevanza alle norme di ciascun ordinamento coinvolto, la cui compatibilità dovrà essere valutata differenzialmente qualora esse siano indirizzate a tutti i soggetti coinvolti o solamente ad uno di essi¹⁶⁷. In estrema sintesi si potrebbero individuare

¹⁶⁴ L'art. 2507 c.c., quantunque pleonastico nel suo contenuto per quanto riguarda le fattispecie di portata comunitaria., ci ricorda che le norme italiane relative alle società costituite all'estero devono essere interpretate in base ai principi dell'ordinamento delle Comunità Europee (così come interpretati dalla CGCE).

¹⁶⁵ M.V. BENEDETTELLI, *La legge regolatrice delle persone giuridiche dopo la riforma del diritto internazionale privato*, in *Riv. soc.*, 1997, pp. 96 ss., lavoro che riprende, con alcune modifiche, Id., *Commento all'art. 25 della l. 218/95*, in *Legge 31 maggio 1995, n. 218. Riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, S. BARIATTI (a cura di), in *Nuove Leggi civ. comm.*, 1996, pp. 1108 ss.

¹⁶⁶ Ciò era pacificamente ammesso anche in passato, vd. E. SIMONETTO, *Delle società, della trasformazione e della fusione*, in *Commentario Scialoja – Branca*, 1971, p. 376; A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato Rescigno*, 17, III, 1985, p. 346.

¹⁶⁷ E' evidente che in caso di applicazione "multi-laterale" di una norma, questa dovrà essere interpretata in maniera non eccessivamente rigida perché altrimenti anche fisiologiche differenze legislative potrebbero determinare l'irrealizzabilità dell'operazione; cfr. F.C. VILLATA, *Spunti di riflessione a margine di una recente giurisprudenza onoraria in tema di fusione internazionale*, in *Dir. comm. int.*, 2001, pp. 77 ss., nel quale l'A. commenta una sentenza del Tribunale di Roma, il quale aveva rifiutato l'omologa della delibera di fusione di una società italiana incorporata in una società con sede legale alle

tre differenti aspetti: (i) i requisiti soggettivi delle società partecipanti; (ii) il procedimento di fusione; (iii) gli effetti della fusione. Con riferimento al punto (i), la soluzione da adottare sembra svilupparsi in due fasi: nella prima, ciascun ordinamento valuterà se la propria società possa procedere alla fusione; in altre parole, l'ordinamento dovrà conoscere l'istituto della fusione (internazionale) e dovrà anche ammettere che la società coinvolta nell'operazione vi abbia specificamente accesso (si pensi all'art. 2501 c.c. che vieta che le società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo partecipino ad una fusione). Successivamente, attraverso una sorta di *second look*, l'ordinamento dell'ente post-fusione dovrebbe effettuare alcune ulteriori valutazioni di compatibilità; ad esempio, qualora la società risultante sia italiana, il giudice dovrebbe valutare la compatibilità con l'ordinamento italiano di una fusione tra una società lucrativa ed una cooperativa a mutualità prevalente straniera, tenendo conto del divieto di cui alla norma di applicazione necessaria dettata dall'art. 2545-*decies* c.c. L'esempio contrario è, invece, espressamente disciplinato dall'art. 3, c. 2, d.lgs. n. 108/2008, che vieta alle società cooperative a mutualità prevalente di cui all'art. 2512 c.c. di partecipare ad una fusione transfrontaliera. Per quanto concerne il procedimento di fusione (punto (ii)), in linea generale ciascuna società dovrebbe essere soggetta all'ordinamento di appartenenza; per quanto riguarda, invece, gli adempimenti comuni, si dovrà cercare una soluzione dei conflitti sulla base delle soluzioni previamente evidenziate, distinguendo tra norme dispositive e norme inderogabili e dando prevalenza alla volontà delle

Bahamas, sulla base della considerazione che alcune clausole dell'atto costitutivo erano incompatibili con il diritto italiano (!!). Il provvedimento è stato annullato dalla corte di Appello di Roma con decreto del 28 marzo 2003, vd. *Foro it.*, 2003, I, 2963.

parti¹⁶⁸. Si deve comunque tener presente che è altamente probabile che le *leges* coinvolte presentino differenze e/o elementi di incompatibilità, ciononostante l'interprete non dovrà aprioristicamente ritenere l'operazione irrealizzabile, ma dovrà verificare se i requisiti dettati da ciascuna legge, seppur diversi, siano comunque equivalenti (medesime informazioni), ovvero omogenei (una forma solenne rispetterà sicuramente i requisiti richiesti da una forma libera) o conciliabili (previsione di un termine per realizzare la fusione). Potrebbe inoltre essere necessario procedere ad un'applicazione cumulativa delle leggi interessate: in tal caso il coordinamento tra le stesse sarà compito dell'interprete che dovrà coordinarle avendo tendenzialmente a riferimento l'ordinamento maggiormente restrittivo. Infine, gli effetti della fusione (punto (iii)) dovrebbero essere regolati esclusivamente dall'ordinamento della società incorporante, posto che l'incorporata è, a questo punto, cessata di esistere, con l'eccezione rappresentata per alcune particolari categorie come i beni immobili, generalmente disciplinati dalla *lex rei sitae*.

9. La direttiva 2005/56/CE

¹⁶⁸ L'esempio tipico, nel novero degli adempimenti comuni, è il progetto di fusione, redatto dai consigli di amministrazione delle società coinvolte, che risulta disciplinato diversamente, anche sotto il profilo della natura giuridica attribuita ad esso, dagli ordinamenti europei.

Con specifico riferimento a tre aspetti del procedimento: 1) determinazione del rapporto di cambio; 2) trattamento delle azioni di categorie speciali; 3) disciplina italiana del *leveraged buy-out*, cfr. le soluzioni prospettate in F.M. MUCCIARELLI, *Questioni in tema di fusioni transfrontaliere*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 744 ss.; D. DAMASCELLI, *I conflitti di legge in materia di società*, 2004, pp. 144 ss.

All'inizio del paragrafo 2, abbiamo delineato il travaglio vissuto dalla decima direttiva societaria precedentemente alla sua adozione; analizziamone ora i contenuti. Innanzitutto, è opportuno evidenziare che la Direttiva Fusioni è volta a facilitare la realizzazione di fusioni transfrontaliere, data la necessità di cooperazione e raggruppamento tra le società di Stati membri diversi, al fine di garantire il completamento e il funzionamento del mercato unico¹⁶⁹. L'atto comunitario non ha quindi solamente la funzione di impedire che tali operazioni siano vietate; tale divieto era stato già sancito, come visto, dalla CGCE con la sentenza *Sevic*. La direttiva mira altresì a rimuovere attivamente gli ostacoli e le restrizioni che potrebbero rendere maggiormente difficoltoso il ricorso a questa operazione straordinaria. I due provvedimenti, uno di natura giurisprudenziale e l'altro di natura legislativa, devono essere letti in chiave armonica ed in una prospettiva di complementarità¹⁷⁰. Ulteriore corollario è la piena operatività del provvedimento della Corte sino all'effettiva implementazione della Direttiva Fusioni da parte degli Stati membri. L'orientamento liberale comunitario sembra derivare, oltre che da un maggiore riconoscimento della libertà di stabilimento, anche dall'aver compreso l'importanza che le fusioni transfrontaliere ricoprono in un'economia moderna. Risultati di studi empirici testimoniano che il valore creato per gli azionisti in caso di fusioni transfrontaliere è maggiore rispetto all'ipotesi di fusioni domestiche¹⁷¹. Inoltre dalla medesima ricerca

¹⁶⁹ Considerando 1 e 2 della Direttiva Fusioni. Resta, ovviamente, impregiudicata l'applicazione della normativa sul controllo delle concentrazioni fra imprese, sia a livello comunitario, sia a livello nazionale (considerando 9).

¹⁷⁰ S. CRESPI, *Le fusioni transfrontaliere davanti alla Corte di Giustizia: il caso Sevic*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2007, pp. 363 ss.

¹⁷¹ I. FEITO-RUIZ – S. MENÉNDEZ-REQUEJO, *Cross-Border Mergers and Acquisitions in Different Legal Environment*, 2009, paper presentato all'incontro annuale dell'EFMA, 24-

discende che, sulla base di una valutazione comparatistica tra diversi ordinamenti, un contesto normativo chiaro in tema di fusioni transfrontaliere agevola le scelte strategiche da parte della società acquirente, riducendo i costi di transazione dell'operazione, con vantaggi per i soci della *target*. In quest'ottica, quindi, la Direttiva Fusioni mira a individuare, seguendo una prassi ormai acquisita, un apparato di regole comuni (sia di conflitto, sia materiali) per le fusioni intra-comunitarie (c.d. armonizzazione minima), lasciando agli Stati ampia autonomia, contribuendo così a rafforzare la c.d. concorrenza tra ordinamenti¹⁷².

Per quanto concerne il contenuto della Direttiva Fusioni, cerchiamo inizialmente di individuarne rapidamente i contenuti: è principio cardine dell'atto comunitario la c.d. parificazione della fusione transfrontaliera comunitaria alla fusione interna (art. 4, c. 1, lett. a)), in virtù della quale la prima si realizza alle medesime condizioni di quest'ultima, eliminando gli impedimenti che deriverebbero dalla transnazionalità dell'operazione¹⁷³. In particolare, gli ordinamenti nazionali, successivamente all'entrata in vigore della Direttiva Fusioni, non

27 giugno, a Milano, disponibile sul sito <http://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/345.pdf>. Il campione era composto da 469 operazioni di M&A (sia *cross-border*, sia nazionali), nelle quali le acquirenti erano società europee quotate e le *target* erano società provenienti da tutto il mondo, nel periodo intercorrente tra il 2002 e il 2006.

¹⁷² A. CARDUCCI ARTENISIO, *Dall'armonizzazione minimale alla denazionalizzazione: la direttiva 2005/56/CE in materia di fusioni transfrontaliere*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1195.

Le fusioni transfrontaliere risultano essere, da un lato, "oggetto" della concorrenza, nel senso che la disciplina relativa potrebbe fungere da attrattiva per la realizzazione di un'operazione con una determinata società; dall'altro, "strumento" di concorrenza poiché, come più su specificato, esse rappresentano il mezzo per legarsi ad un altro ordinamento, ritenuto maggiormente favorevole.

¹⁷³ In realtà, questa affermazione è imprecisa in quanto la Direttiva Fusioni potrebbe permettere fusioni transfrontaliere che non potrebbero, invece, essere realizzate nell'ordinamento nazionale, ciò in virtù del fatto che l'equiparazione della fusione transfrontaliera è realizzata con l'ordinamento più liberale tra quelli coinvolti e non quello più restrittivo; vd. P. MENTI, *Attuazione della dir. 2005/56/CE, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2009, pp. 1312 ss.

potrebbero introdurre restrizioni alla libertà di stabilimento o di circolazione dei capitali¹⁷⁴ con riferimento alla fattispecie delle fusioni transfrontaliere¹⁷⁵. Ulteriore principio, in un'ottica distributiva di applicazione delle *leges societatis*, è cristallizzato all'art. 4, c. 1, lett. b), che stabilisce che il procedimento di fusione sarà regolato per ciascuna società dall'ordinamento di appartenenza della stessa. Gli effetti della fusione saranno invece regolati esclusivamente dall'ordinamento della società risultante dalla fusione.

Per quanto concerne l'ambito di applicazione, l'art. 1 individua i requisiti in presenza dei quali la Direttiva Fusioni troverà applicazione: a) fusioni tra società di capitali¹⁷⁶; b) costituite in conformità alla legislazione di uno Stato membro; c) aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno della Comunità; d) sempre che almeno due di esse siano soggette alla legislazione di Stati membri diversi e, e) che tale legislazione consenta loro di fondersi. La Direttiva Fusioni estende la propria operatività anche alle società di piccole dimensioni, tipicamente le s.r.l.¹⁷⁷, a cui è preclusa la costituzione di una SE¹⁷⁸. In

¹⁷⁴ T. BALLARINO, *Problemi di diritto internazionale privato dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, 1, p. 159, sostiene che un'operazione di fusione coinvolga la libertà di circolazione dei capitali, più che la libertà di stabilimento. Cfr. anche M. ANDENAS – T. GÜTT – M. PANNIER, *Free Movement of Capital and National company Law*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2005, p. 759.

¹⁷⁵ Sebbene si tratti di una possibilità sino ad oggi rimasta puramente teorica, l'art. 293 afferma che gli Stati membri avvieranno fra loro negoziati intesi a garantire la possibilità di fusione di società soggette a legislazioni nazionali diverse.

¹⁷⁶ Il richiamo è all'elenco contenuto all'art. 1 della direttiva 68/151/CEE del 9 marzo 1968, così come modificata dalla direttiva 2003/58/CE del 15 luglio 2003.

¹⁷⁷ Tale tipologia societaria rappresenta il modello maggiormente diffuso in Europa (9 su 10 società), cui pertanto il legislatore ha pensato di rivolgersi per favorirne l'integrazione a livello comunitario, vd. Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003; Commissione, Valorizzazione massima del potenziale d'occupazione, di crescita e di competitività delle PMI europee, proposta di decisione del Consiglio, adottata dalla Commissione il 20 marzo 1996, COM (1996) 98, pubblicata in GUCE C 156 del 31 maggio 1996.

base, però, ai requisiti (concorrenti) di cui alle lettere b) e c), saranno escluse le società costituite¹⁷⁹ in base all'ordinamento di uno Stato extra-comunitario e quelle che non presentino almeno uno degli elementi di *rattachement* con uno Stato membro indicati alla lettera c).

La decima direttiva individua, inoltre, con norme di diritto materiale, il contenuto minimo del progetto di fusione (art. 5), della pubblicità dell'operazione (art. 6)¹⁸⁰, delle relazioni dell'organo di amministrazione (art. 7)¹⁸¹ e degli esperti (art. 8)¹⁸²; impone che sia rilasciato un certificato preliminare alla fusione da parte di un'autorità competente per controllare la legittimità della procedura per ciascuna società (art. 10); impone che tale autorità sia altresì responsabile del controllo di legittimità dell'operazione qualora la società risultante dalla fusione sia una società appartenente al proprio Stato membro (art. 11)¹⁸³; fissa la data di

¹⁷⁸ L'art. 2 del Regolamento SE prevede che esclusivamente le società per azioni possano costituire una SE.

¹⁷⁹ In realtà, ciò che rileva è lo *status* presente, nel senso che la società potrebbe essere anche stata costituita in conformità ad un ordinamento non comunitario, ma rientrerà comunque nel campo di applicazione della Direttiva Fusioni qualora, successivamente, sia stata assoggettata ad un ordinamento europeo per effetto di apposita decisione. Di contro, non dovrebbe avere rilievo l'ipotesi in cui una società originariamente costituita secondo un ordinamento europeo, sia successivamente "emigrata" in uno Stato extra-comunitario secondo il cui diritto essa ormai viva, e ciò anche qualora la società abbia mantenuto in uno Stato comunitario la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro dell'attività principale, vd. G.A. RESCIO, Studio n. 1-2007/A, Dalla libertà di stabilimento alla libertà di concentrazione: riflessioni sulla direttiva 2005/56/CE in materia di fusione transfrontaliera, p. 10, disponibile sul sito <http://www.notariato.it/it/primo-piano/studi-materiali/studi-materiali/diritto-internazionale-comunitario/1-07.pdf>.

¹⁸⁰ Pur rimettendo ai singoli Stati la determinazione specifica del termine, almeno un mese prima dell'approvazione del progetto, quest'ultimo deve essere oggetto di pubblicità in tutti i registri delle imprese degli Stati in cui sono iscritte le società coinvolte, al fine di apprestare tutela ai creditori, ai soci di minoranza e ai lavoratori.

¹⁸¹ La relazione deve illustrare e giustificare gli aspetti giuridici ed economici della fusione, nonché le conseguenze.

¹⁸² La relazione deve contenere la congruità del rapporto di cambio e i metodi adottati per la determinazione di tale rapporto. Il contenuto è individuato *per relationem* sulla base dell'art. 10, c. 2, della direttiva 78/855/CEE, (nt. 158).

¹⁸³ L'ordinamento italiano ha individuato, quale autorità preposta al compimento degli adempimenti in parola, il notaio (artt. 11 e 12, d.lgs. n. 108/2008).

efficacia e gli effetti della fusione (artt. 12-14)¹⁸⁴; disciplina formalità semplificate per società legate da un elevato (90-100%) rapporto di partecipazione (art. 15); indica i principi e le modalità per la partecipazione dei lavoratori (art. 16)¹⁸⁵.

La Direttiva Fusioni fornisce anche una definizione delle fusioni transfrontaliere le cui caratteristiche salienti sono: a) il "trasferimento" del patrimonio attivo e passivo; b) scioglimento senza liquidazione; c) il conguaglio in denaro non può essere superiore al 10% del valore nominale delle quote o delle azioni. Sebbene non possano considerarsi decisivi, questi elementi sembrano far propendere per la qualificazione della fusione quale fenomeno modificativo-organizzativo del rapporto sociale, piuttosto che vicenda successoria¹⁸⁶. Non si ravvisa, invece, a differenza che nella terza direttiva societaria¹⁸⁷, alcuna previsione che stabilisca che

¹⁸⁴ L'individuazione del momento (comunque successivo al secondo controllo di legalità) a partire dal quale la fusione risulta efficace è di straordinaria importanza in quanto, successivamente, questa non potrà più essere dichiarata invalida. L'ordinamento italiano già prevedeva la medesima regola per le fusioni di diritto interno (art. 2504-*quater* c.c.), vd. G. IERMANO, *Invalidità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, 4, pp. 397 ss.; A. GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, 1997, pp. 95 ss.

¹⁸⁵ La società derivante dalla fusione transfrontaliera sarà soggetta alle disposizioni vigenti in materia di partecipazione dei lavoratori, ove esistano, nello Stato membro in cui è situata la sua sede sociale. La norma mira sostanzialmente a garantire ai lavoratori i diritti già acquisiti.

¹⁸⁶ G.A. RESCIO, *Dalla libertà di stabilimento alla libertà di concentrazione: riflessioni sulla direttiva 2005/56/CE in materia di fusione transfrontaliera*, in AA. VV., *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi (Venezia 10-11 novembre 2006)*, 2007, p. 1053; R. DESSI, *Le fusioni transfrontaliere*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, p. 189 e la ricca bibliografia ivi citata. Sono di diverso avviso, nel senso che considerano la fusione un fenomeno estintivo, G.B. PORTALE, (nt. 72), pp. 115 ss.; M. PERRINO, *sub art. 2501*, in *Commentario*, G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004, pp. 1934 ss. Per una ricostruzione del dibattito vd., *ex multis*, C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 7**, 1, 2004, pp. 41 ss.; Cass. Sez. Unite, 8 febbraio 2006 n. 2637, in *Le Società*, 2006, pp. 459 ss.; E. TINO, *Fusione: evento modificativo o estintivo? Brevi riflessioni a seguito della riforma*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, pp. 235 ss.

¹⁸⁷ L'art. 16, c. 1, prevede che i verbali delle assemblee generali che deliberano la fusione e il contratto di fusione posteriore alle assemblee generali devono farsi per atto pubblico.

il procedimento si concluda con un atto di fusione¹⁸⁸, né alcun elemento che contribuisca alla qualificazione di questo, quale atto negoziale o non.

10. Il decreto italiano di attuazione della direttiva comunitaria sulle fusioni transfrontaliere

Ai sensi dell'art. 19 della Direttiva Fusioni, gli Stati membri avrebbero dovuto darvi attuazione entro il 15 dicembre 2007. Con colpevole ritardo¹⁸⁹, il governo italiano ha provveduto con il d. lgs. n. 108/2008 del 30 maggio 2008 ("**Decreto**")¹⁹⁰. Per quanto riguarda il contenuto dell'atto, colpisce la scelta del legislatore delegato di estendere l'applicazione della direttiva anche a società "diverse dalle società di capitali" e a società di capitali non beneficiarie della libertà di stabilimento, salva la condizione di reciprocità¹⁹¹ ed escludendo l'applicazione della disciplina di partecipazione dei lavoratori nel caso non partecipi una società direttamente destinataria della Direttiva Fusioni (art. 2). Tale scelta sembra doversi ascrivere alla volontà di non creare due regimi differenziati per le fusioni transfrontaliere in cui fosse coinvolta una

¹⁸⁸ Ad esempio, il legislatore britannico non prevede la stipula di alcun atto per perfezionare il procedimento di fusione.

¹⁸⁹ Tale ritardo è valso all'Italia l'apertura di una procedura di infrazione, da parte della Commissione, insieme ad altri 10 Stati membri (Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Lituania, Lettonia, Paesi Bassi, Portogallo, Svezia, Slovenia).

¹⁹⁰ Pubblicato in GU n. 140 del 17 giugno 2008, disponibile sul sito <http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/testi/08108dl.htm>.

¹⁹¹ Per "condizione di reciprocità" si intende la circostanza che la disciplina di recepimento della Direttiva Fusioni sia stata estesa - dalla legge applicabile dei rispettivi Stati di appartenenza - alle società partecipanti alla fusione *cross-border*.

società italiana con una società di uno Stato membro¹⁹², regimi che avrebbero potuto sollevare dubbi di compatibilità con l'art. 3 della Costituzione, relativo all'uguaglianza di fronte alla legge¹⁹³. Al di fuori delle ipotesi su contemplate, il Decreto troverà comunque applicazione, ma con una portata ridotta, nel senso che avranno effetto esclusivamente le norme di cui agli artt. 3, c. 1 e 2, 4, 5, 6, 7, 8, 9 e 18, relative alla disciplina applicabile alla procedura, alla pubblicità, alle relazioni e alle procedure semplificate. Inoltre, il Decreto chiarisce eventuali dubbi, che potevano sorgere nel silenzio della Direttiva Fusioni, includendo tra le società di capitali - e quindi tra le beneficiarie del provvedimento - anche le SE e le SCE (art. 1, c. 1, lett. a), n. 1)).

Il Decreto offre anche un criterio di soluzione dei conflitti di leggi che una fusione internazionale inevitabilmente fa sorgere. *In primis*, l'art. 4 ribadisce che la disciplina dettata in materia di fusioni domestiche (artt. 2501 ss. c.c.) troverà applicazione anche nell'ipotesi di fusioni transfrontaliere. In secondo luogo, in caso di conflitto tra le norme applicabili alla fusione, prevarrà la legge applicabile alla società risultante dalla fusione medesima. L'esigenza di individuare un criterio per la soluzione degli eventuali contrasti appariva necessaria in ragione della incertezza creata dalla Direttiva Fusioni circa l'effettiva distinzione tra la fase preliminare (regolata autonomamente dalla *lex societatis* di ciascuna società) e la realizzazione della fusione (regolata dall'ordinamento dell'ente risultante). Come visto, infatti, esistono ambiti di sovrapposizione delle discipline interessate, che, alla luce del Decreto, saranno soggetti al

¹⁹² Cfr. Relazione al decreto legislativo n. 108/2008 ("**Relazione**").

¹⁹³ M.V. BENEDETTELLI – G.A. RESCIO, *Il decreto legislativo n. 108/2008 sulle fusioni transfrontaliere (alla luce dello Schema di legge di recepimento della X Direttiva elaborato per conto del Consiglio Nazionale del Notariato e delle massime del Consiglio notarile di Milano)*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 744.

“principio di prevalenza della legge della risultante”¹⁹⁴. Il legislatore italiano ha quindi accantonato il principio di *favor* nei confronti dell’ordinamento più liberale che pur aveva ricevuto riscontro in dottrina¹⁹⁵. Alla luce di queste considerazioni, se ne ricava che la norma dettata all’art. 25, c. 3, l. 218/95, in virtù della quale il giudice italiano dovrebbe di regola verificare il rispetto di tutte le legislazioni in concorso, non troverà applicazione nei casi qui in esame. Come visto, la Direttiva Fusioni e, con maggiore evidenza, il Decreto fissano un riparto di competenze esclusive, sia dal punto di vista dell’applicazione materiale del diritto, sia dal punto di vista del controllo esercitato dall’autorità competente. Nel caso di fusioni transfrontaliere rientranti nell’ambito di applicazione dei suddetti atti, il giudice (o il notaio) non potranno contestare un difetto relativo a porzioni di procedura non di loro competenza, come invece suggerirebbe l’art. 25, c. 3.

Colmando una lacuna della Direttiva Fusioni, l’art. 12 del Decreto prevede espressamente che il procedimento di fusione si concluda con un atto di fusione nella forma dell’atto pubblico, sia nel caso in cui la società risultante sia italiana (comma 2), sia di un altro Stato membro (comma 3). Tale soluzione appare coerente con la decima direttiva in quanto la stessa non determina un vero e proprio conflitto, da risolvere eventualmente sulla base dei principi individuati nel corso del presente lavoro. Anche gli ordinamenti che non richiedono l’atto di fusione, non lo vietano espressamente; pertanto, in virtù del principio di parificazione

¹⁹⁴ E’ possibile ravvisare indizi di questo principio anche nel diritto comunitario, così come interpretato dalla CGCE, allorché questo vieti agli Stati membri di porre ostacoli alla libertà di stabilimento e quindi alla scelta dell’ordinamento cui approdare, nel caso di specie a mezzo di una fusione.

¹⁹⁵ G.A. RESCIO, (nt. 185), pp. 1066 ss., sulla scorta dell’obiettivo di favorire, al massimo grado, la libertà di concentrazione. In particolare, l’A. ricorre all’esempio del superamento del limite del 10%, se almeno un ordinamento coinvolto lo preveda, del conguaglio in denaro ex art. 3, c. 1, Direttiva Fusioni.

della fusione transfrontaliera alla fusione domestica, l'ordinamento italiano potrà legittimamente pretendere la stipula dell'atto¹⁹⁶. Secondo questa ricostruzione, quindi, l'atto di fusione si colloca nell'ambito del procedimento di fusione regolato dal nostro ordinamento; ciò nonostante il legislatore delegato ne colloca la stipula in un momento successivo rispetto al controllo di legittimità del notaio se la società risultante è una società italiana. Nel caso in cui la società risultante sia di un altro Stato membro, il Decreto impone comunque la redazione dell'atto pubblico, ancorché la Direttiva Fusioni attribuisca all'ordinamento della società risultante competenza esclusiva a verificare il controllo del perfezionamento e la legittimità della realizzazione della fusione (successivamente al rilascio del certificato preliminare da parte dell'autorità designata dall'ordinamento dell'incorporata). La soluzione a questa distonia è stata suggerita da autorevole dottrina¹⁹⁷, la quale ha consigliato di considerare l'atto di fusione in forma di atto pubblico quale condizione per il rilascio del certificato preliminare da parte del notaio italiano. Pertanto quest'ultimo rilascerà il certificato solamente dopo il perfezionamento dell'atto pubblico di fusione nel rispetto della normativa italiana.

E' poi di particolare interesse, ai fini del presente lavoro, il disposto di cui all'art. 5 del Decreto. Il legislatore delegato ha sfruttato la possibilità offerta dall'art. 4, c. 2, della Direttiva Fusioni di "adottare disposizioni volte ad assicurare una protezione adeguata dei soci di minoranza che si sono opposti alla fusione". La norma italiana di recepimento prevede che il "socio non consenziente" possa recedere nel caso in cui "la società

¹⁹⁶ In questo senso, M.V. BENEDETTELLI - G.A. RESCIO, (nt. 192), p. 750; P. MENTI, (nt. 172), p. 1340 ss., il quale fa leva sull'ambiguità della decima direttiva sul punto.

¹⁹⁷ Vd. Massima n. 105, Orientamenti notarili in materia societaria, a cura della Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano.

risultante dalla fusione transfrontaliera sia una società di un altro Stato membro". Preliminarmente va osservato che quest'ipotesi di recesso si aggiunge alle ipotesi previste dagli artt. 2437 per le s.p.a. e 2473 c.c. per le s.r.l.¹⁹⁸. Alla disciplina generale saranno anche improntate le modalità di esercizio del recesso e di determinazione del valore delle azioni o delle quote. L'ordinamento italiano riconosce quindi al socio il diritto di recedere dalla società la cui fonte regolatrice (*i.e.* la *lex societatis*) risulti mutata a seguito di una fusione transfrontaliera. Se ne ricava una valutazione sotto il profilo del sistema valoriale: il diritto di recesso è stato considerato lo strumento più idoneo a proteggere gli azionisti dagli eventuali pregiudizi derivanti dalla modifica dell'ordinamento di appartenenza. Rinviando al capitolo successivo l'analisi di questa considerazione, valutando anche l'effettiva pericolosità di un mutamento della legge applicabile all'interno della Comunità, una questione che appare rilevante chiarire è quella relativa alla legittimazione attiva all'esercizio del suddetto diritto. Dal punto di vista terminologico, il legislatore italiano sembra aver voluto estendere tale diritto rispetto alla direttiva, la quale parla di "soci di minoranza che si sono opposti alla fusione transfrontaliera". L'espressione "soci non consenzienti" del Decreto sembra infatti voler includere anche i soci assenti, astenuti e dissenzienti. Questa posizione è altresì avvalorata dall'analisi sistematica della norma, la quale altrimenti avrebbe potuto creare ingiustificate disparità di trattamento rispetto al diritto di recesso disciplinato dalle norme del codice.

¹⁹⁸ E' infatti plausibile immaginare la concorrenza di alcune ipotesi di recesso in caso di fusione transfrontaliera. Il riferimento è alla trasformazione della società e al trasferimento della sede sociale all'estero (art. 2437, c. 1, lett. b) e c)). L'art. 2473, c. 1, c.c. prevede inoltre per le s.r.l. il recesso in caso di fusione. Cfr. la Relazione.

I profili di tutela degli azionisti di minoranza in ipotesi di fusioni transfrontaliere verranno analizzati, con un maggiore grado di dettaglio, nel capitolo successivo.

Fusioni transfrontaliere e profili di tutela degli azionisti

Capitolo II

La tutela degli azionisti nelle operazioni di fusione transfrontaliera

In questo capitolo si analizzeranno i rimedi offerti dall'ordinamento italiano a tutela degli azionisti che non abbiano aderito alla decisione sociale di procedere ad una fusione con un'altra società e che potenzialmente potrebbero risultare danneggiati da essa. Si procederà inizialmente con l'individuazione degli interessi meritevoli di tutela degli azionisti di minoranza. Ci si concentrerà sullo studio del diritto di recesso, ma non prima di aver inquadrato anche gli altri rimedi, obbligatori e reali, per poter operare una comparazione tra gli stessi e offrire un quadro generale dell'apparato normativo offerto dal nostro sistema in materia. Sebbene l'articolo 2437 c.c. non contempli espressamente la fusione tra le cause che legittimano l'esercizio del diritto di recesso, si dimostrerà comunque che gli azionisti risultano tutelati attraverso il verificarsi di altre fattispecie (*i.e.* trasferimento della sede sociale all'estero, modifica significativa dell'oggetto sociale, trasformazione).

1. Interessi rilevanti nell'ipotesi di fusione

Per poter analizzare gli strumenti di tutela degli azionisti di minoranza in occasione di una fusione è necessario preventivamente individuare quali siano gli interessi meritevoli di protezione giuridica che potrebbero risultare pregiudicati. In particolare si dovrà distinguere tra gli interessi particolari dei singoli soci e l'interesse sociale.

La dottrina si è divisa tra un approccio "tradizionale" ed uno "aziendalistico". Il primo tendeva ad individuare (i) l'interesse della società nella conservazione del patrimonio sociale, *rectius*: nel mantenere inalterato il valore delle proprie partecipazioni, e (ii) l'interesse del singolo socio alla congruità del rapporto di cambio¹.

I critici, però, hanno considerato troppo restrittiva la summenzionata interpretazione, ritenendo suscettibile di pregiudizio anche l'interesse

¹ C. SANTAGATA, *La fusione tra società*, 1964, p. 273; B. LIBONATI, *Rapporto di cambio e fusione di società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1979, II, pp. 114 ss.; A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di dir. Priv.*, P. RESCIGNO (diretto da), 17, 3, 1985, p. 370; F. GALGANO, *Circolazione delle partecipazioni azionarie all'interno dei gruppi di società*, in *Contr. Imp.*, 1986, pp. 357 ss.; G. OPPO, *Fusione e scissione delle società secondo il d.lgs. 1991 n. 22: profili generali*, in *Riv. dir. Civ.*, 1991, II, pp. 501 ss.; L. STANGHELLINI, *Osservazioni in materia di sindacabilità nel rapporto di cambio nella fusione dopo la riforma del 1991*, in *Giur. Comm.*, 1995, p. 135; P. LUCARELLI, *Rapporto di cambio incongruo, invalidità della fusione e rimedi: una relazione ancora da esplorare*, in *Riv. dir. Comm.*, 2001, pp. 286 ss., il quale rileva che "il valore della congruità del rapporto di cambio deve assumere la portata giuridicamente significativa di vincolo all'attività di comparazione delle società coinvolte, in funzione del perseguimento di un ben preciso parametro di riferimento: il rapporto si rivela congruo ogni volta che risponde all'esigenza di sostituire le partecipazioni sociali su un piano di neutralità per i soci"; L. NAZZICONE, *Il sindacato giudiziale sul rapporto di cambio nella fusione*, in *Foro it.*, 2001, p. 1937; G. LOMBARDI, *Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy-out*, in *Corr. Giur.*, 2003, p. 208. Per una critica alla configurabilità di un diritto del socio al mantenimento di un diritto partecipativo, vd. A. CERRAI – A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, P. ABBADESSA – A. ROJO (a cura di), 1993, p. 389.

sociale alla realizzazione del massimo profitto². Questa corrente, che si caratterizza per una formazione economico-aziendalistica, si divide a sua volta tra coloro i quali individuano il profitto nella somma degli utili societari³ e coloro i quali invece lo riconducono alla somma dei flussi di cassa positivi⁴. Si tenga comunque conto che il procedimento di "attualizzazione", attraverso il quale si valuta l'azienda in chiave prospettica, risulta particolarmente complesso e inevitabilmente discrezionale; risultano infatti particolarmente delicate le variabili del tempo e del tasso di rischio che possono incidere notevolmente sul valore attualizzato, ossia il risultato esigibile oggi⁵. Ciò rende estremamente difficoltoso verificare, ora per allora, se le valutazioni degli amministratori circa il metodo di valutazione e i fattori – economici e non economici – presi in considerazione siano attendibili o non. In particolare, si deve

² Cfr. A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, 2004, pp. 3 ss. ed i riferimenti bibliografici ivi indicati.

³ R. PARDOLESI, "Leveraged Buyout": una novità a tinte forti (o fosche?), in *Giur. Comm.*, 1989, pp. 404 ss.; I. CHIEFFI, *Il leveraged buyout nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, pp. 988 ss.; F. GRAMMEGNA, *Note in punto di Leveraged Buy-Out*, in *Riv. dir. Comm.*, 1993, pp. 80 ss.

⁴ Nel senso che la fusione deve essere realizzata in modo che la somma degli utili o dei flussi di cassa che potranno presumibilmente essere generate dall'entità post-fusione sia maggiore a quella della società originaria, cfr. R.A. BREALEY – S.C. MAYERS, *Principles of Corporate Finance*, 2008, pp. 920 ss.; A. DAMODARAN, *The dark side of valuation: valuing young, distressed and complex business*, 2009, *passim* ed in particolare "The intrinsic value of a cash flow-generation asset is a function of how long you expect it to generate cash flows, as well as how large and predictable these cash flows are. This is the principle that we use in valuing businesses, private as well as public, and in valuing securities issued by these businesses"; ID., *Valuation approaches and metrics: a survey of theory and evidence*, 2005, *passim*; A. BLACK – P. WRIGHT – J.E. BACHMAN, *La ricerca del valore nell'impresa. Analisi e gestione dei fattori di successo della performance*, 1999, pp. 58 ss. In senso conforme si sono pronunciati anche alcuni giuristi, vd. P. MONTALENTI, *Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, 1999, pp. 2105 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*, in *Le Società*, 2000, pp. 81 ss.

⁵ A. MOTTA, *Valore d'impresa e operazioni di acquisizione*, in *Manuale delle acquisizioni di imprese*, A. MOTTA (a cura di), 2003, pp. 29 ss.; con riferimento al rapporto di cambio in operazioni di fusione, vd. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, 2002, pp. 226 ss.

considerare che tali criteri rilevano ai fini del sindacato del giudice rispetto alla conformità della condotta degli amministratori rispetto al dovere loro imposto dalla legge; data la delicatezza della tematica, sembra azzardato fare ricorso a criteri vaghi e in più applicati su un orizzonte temporale non limitato⁶.

La prima opinione non sembra tener conto della complessità dell'organizzazione societaria che può necessitare anche di ingenti investimenti, tali da deprime nel breve periodo la generazione di utili⁷. Inoltre, e questa critica può essere mossa anche nei confronti della seconda teoria, esistono operazioni che pur non incrementando immediatamente il risultato, rivestono un'innegabile importanza economica, *i.e.* le fusioni con società in perdita e le operazioni c.d. "a leva"⁸, ossia operazioni mediante le quali una società – solitamente costituita *ad hoc* ("**NewCo**") – acquista una partecipazione totalitaria o di controllo di un'altra società ("**Target**"); tale acquisto viene finanziato in parte con capitale proprio della *NewCo* ed in parte ricorrendo a finanziamenti erogati da terzi. A seguito dell'acquisizione, il patrimonio della *Target* viene utilizzato dalla società acquirente per garantire o rimborsare il debito da essa contratto per procedere all'acquisizione della stessa⁹.

⁶ Qualora si consideri un orizzonte temporale di lungo periodo si corre il rischio di rendere ancor più indefinita la valutazione; qualora, di contro, si optasse per un giudizio sul breve periodo, si rischierebbe di non cogliere pienamente la necessaria lungimiranza della politica aziendale.

⁷ Con riferimento alla distribuzione degli utili, cfr. D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 3**, 1993, p. 19, il quale afferma: "Non vi è infatti un interesse alla distribuzione degli utili, ma più, conflittuali, interessi rispetto all'alternativa tra distribuzione immediata e reinvestimento per distribuzione successiva".

⁸ A. VICARI, (nt. 2), p. 6.

⁹ L. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, 2001, p. 6.

Mi sia concessa, infine, una considerazione di carattere pratico: la distinzione di cui sopra rileva principalmente in sede giudiziaria poiché è in tale contesto che si accerta l'eventuale lesione di un interesse; orbene, salva l'ipotesi peculiare di amministratori che abbiano un interesse proprio in relazione alla fusione, in tutti gli altri casi, quando cioè gli amministratori agiscano nell'esclusivo interesse della società, è assolutamente ragionevole ritenere che essi abbiano più di chiunque altro gli strumenti e la conoscenza dell'azienda necessari ai fini della sua valutazione. Le conoscenze tecniche e gli strumenti a disposizione dei giudici sono di gran lunga inferiori: per effettuare delle valutazioni, questi si avvalgono di periti tecnici che per risorse e remunerazione sono difficilmente paragonabili alle banche d'affari, cui gli amministratori solitamente si rivolgono. Detto ciò, ci si chiede se, in fatto, una perizia d'ufficio possa smentire la determinazione di un *enterprise value* effettuata da esperti privati, salva, come detto, l'ipotesi di interessi in conflitto degli amministratori, ipotesi che comunque risulta regolata dalla disciplina specifica che assicura un'adeguata tutela ai soggetti lesi¹⁰.

¹⁰ La fattispecie che si potrebbe prospettare è di una valutazione d'azienda "orientata" su pressione degli amministratori che abbiano interessi nell'operazione in conflitto con quelli sociali. In tal caso, gli azionisti lesi dalla delibera avranno a disposizione i rimedi ex artt. 2391 e 2373 c.c. Cfr. A. SERRA – M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, 1994, pp. 94 ss.: "il presupposto del conflitto di interessi consisterebbe nella possibilità che il gruppo di controllo della società manipoli a proprio vantaggio, e a danno della minoranza, il rapporto di cambio", ma comunque "l'introduzione delle speciali cautele previste dalla legge per la trasparenza e la determinazione del rapporto di cambio, dovrebbe rendere più difficile che si verificino abusi". Il riferimento è chiaramente alla relazione degli amministratori ai sensi dell'art. 2501-*quater* e alla relazione degli esperti indipendenti ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*. In ambito di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l'art. 2391-*bis* c.c. rinvia alla regolamentazione della Consob l'individuazione di regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate (per la cui definizione l'art. 2, lett. h), del Regolamento Consob n. 11971 rinvia al principio contabile IAS 24). In data 12 marzo 2010, con delibera 17221, la Consob ha adottato il "regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate", consultabile sul sito www.consob.it. Per un commento della norma codicistica, vd. M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391-bis*,

Potrebbe quindi apparire priva di efficacia una previsione che implichi una contestazione giudiziale fondata su una metodologia eccessivamente sofisticata e difficilmente contestabile nel merito¹¹.

E' stata altresì proposta una soluzione mediana che individua l'interesse sociale in ipotesi di fusione nella massimizzazione della redditività dell'investimento dei soci nella società¹². Si tratta di una soluzione che contempla entrambe le teorie su esposte: *in primis* presuppone la conservazione del valore delle partecipazioni (nell'ottica comunque dell'incremento); e secondariamente l'aumento della capacità

Amministratori, F. GHEZZI (a cura di), in *Commentario alla riforma del diritto societario*, P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (diretto da), 2005, pp. 501 ss.

Vd. anche C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 7**1, 2004, pp. 480 ss., il quale afferma che "soprattutto nelle fusioni infragruppo deve ravvisarsi un pregiudizio dei soci di minoranza allorché la valutazione dei patrimoni delle società fondende sia stata alterata a vantaggio dei soci di una (o più) di esse e, ciò nonostante, l'assemblea della società pregiudicata abbia approvato ugualmente la fusione".

Nella dottrina americana il fenomeno prende il nome di "*conflict transaction*", il che implica che l'operazione sia approvata da amministratori che si trovino *on both sides* della transazione, vd. *Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368 (Del. 1996). Il problema dei costi di agenzia legati agli interessi privati degli amministratori in conflitto con quelli della società è affrontato anche da L. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Virginia Law Rew.*, 2007, pp. 679 ss., il quale propone come soluzione, in ottica *de iure condendo*, un maggiore potere degli azionisti di sostituire gli amministratori; questo responsabilizzerebbe il *management* e ne migliorerebbe la *performance*.

¹¹ Tanto più che il legislatore della riforma ha omesso ogni rinvio ad uno specifico criterio di determinazione, anzi ha imposto che nella relazione gli amministratori illustrino i *criteri* adottati per la determinazione del rapporto di cambio, segnalando le "eventuali difficoltà di valutazione". Da ciò si potrebbe dedurre che, in quest'ambito, la riforma si sia orientata verso una maggiore trasparenza piuttosto che verso una soluzione in chiave positiva del problema. Ciò potrebbe, con un ulteriore salto logico, portare a ritenere che il legislatore abbia contezza della relatività e soggettività delle valutazioni, cfr. L.A. BIANCHI, (nt. 5), pp. 215 ss.

Ulteriore ostacolo è rappresentato dalle tempistiche ristrette, proprie di un procedimento di fusione, che i giudici dovrebbero rispettare.

¹² L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 434 ss.; D. PREITE, (nt. 7), p. 135; per una panoramica sulle argomentazioni a sostegno della tesi in parola e sulle relative critiche, vd. A. VICARI, (nt. 2), pp. 7 ss. ed i riferimenti bibliografici ivi indicati; V. AFFERNI, *Invalidità della fusione e riforme delle società di capitale*, in *Giur. Comm.*, 2009, I, pp. 190 ss.

delle società di produrre utili (o flussi di cassa). Il perseguimento dell'interesse sociale alla massimizzazione della redditività discende dalla determinazione di un concambio congruo¹³ e dalla massimizzazione del valore complessivo delle azioni, nel rispetto dei vincoli di legge¹⁴. Il criterio prevalente in base al quale valutare l'incremento della redditività dell'investimento dei soci è da individuarsi nell'aumento del valore complessivo delle azioni¹⁵, in quanto al crescere di tale valore, aumenterà anche la capacità della società di produrre reddito¹⁶. Il valore complessivo delle azioni sarà presumibilmente stimato ricorrendo ai metodi maggiormente utilizzati nella prassi finanziaria, ossia il *discounted cash flow* o il modello dei *comparables*. Il primo è considerato il più corretto a livello teorico e sofisticato per la valutazione degli *assets*. Al contempo, però, esso si basa sui flussi di cassa futuri, la cui stima, necessariamente legata a parametri futuri e prospettici, potrebbe esporre il risultato finale ad errori e manipolazioni¹⁷. I *comparables*, di contro, presentano il

¹³ Essendo frutto di un confronto negoziale, il concambio non potrà considerarsi congruo in relazione ad un valore assoluto, bensì in relazione ad un *range* di valori che rifletta un'attendibile ricostruzione dei reali capitali economici delle società, coerentemente con l'obiettivo dell'attribuzione di una partecipazione sostanzialmente equivalente, cfr. L.A. BIANCHI, (nt. 5), pp. 46 ss. Potrebbe altresì produrre un effetto deterrente nei confronti degli amministratori la determinazione di un coefficiente fisso (giudizialmente valutabile *ex post*) che non contempli quindi le capacità e il potere negoziale degli amministratori, i quali, nel timore di non soddisfare il valore del suddetto coefficiente - date anche le difficoltà su esposte nella determinazione dello stesso - e con il rischio di subire richieste di risarcimento, al presentarsi di dubbi o problematiche, potrebbero desistere dal concludere l'operazione.

¹⁴ A. VICARI, (nt. 2), pp. 15 ss.

¹⁵ A. DAMODARAN, (nt. 4), 2005, pp. 13 ss.

¹⁶ L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, 2000, pp. 176 ss.

¹⁷ Ad esempio, si potrebbe computare l'ammontare dei dividendi che le azioni genereranno, il momento in cui tali dividendi saranno distribuiti ed il rischio che i dividendi non vengano distribuiti, come rappresentato dalla seguente formula:

$$P_0 = [d_1 / (1 + r)^1] + [d_2 / (1 + r)^2] + [d_3 / (1 + r)^3] + \dots + [d_n / (1 + r)^n]$$

In cui P_0 è l'attuale prezzo dell'azione, d è il dividendo che presumibilmente verrà pagato con riferimento a ciascun anno futuro ed r è il tasso di rendimento.

vantaggio di fondarsi su dati oggettivi e facili da calcolare¹⁸. Entrambi i metodi, però, presentano alcuni difetti ed imperfezioni, in ragione dei quali è stato suggerito di combinare entrambi i metodi per la determinazione di un valore più prossimo rispetto a quello reale¹⁹.

2. Gli interessi particolari dei soci (segue)

Rimangono adesso da individuare quali siano gli interessi particolari dei soci meritevoli di tutela²⁰ in caso di fusione. Posto che è possibile individuare una moltitudine di interessi in capo ad essi²¹, metodologicamente appare più corretto individuare primariamente gli

Qualora si assuma invece che d non abbia valore costante, ma che sia destinato progressivamente a crescere, la formula rappresentativa sarà:

$$P_0 = [d_1 / (r - g)^1] + [d_2 / (r - g)^2] + [d_3 / (r - g)^3 + \dots + [d_n / (r - g)^n]$$

In cui g è il tasso di crescita previsto

¹⁸ R.P. BEATTY – S.M. RIFFE – R. THOMPSON, *The Method of Comparables and Tax Court Valuations of Private Firms: An Empirical Investigation*, in *Acc. Horizons*, 1999, pp. 177 ss.

¹⁹ S.N. KAPLAN – R.S. RUBACK, *The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, in *J. Fin.*, 1995, p. 1092. Cfr. anche S.N. KAPLAN – R.S. RUBACK, *The Market Pricing of Cash Flow Forecasts – Discounted Cash Flow vs. Method of "Comparables"*, in *J. Appl. Corp. Fin.*, 1996, pp. 45 ss.; F. SOMMER – A. WÖHRMANN – A. WÖMPENER, *Exploring the accuracy of DCF and comparables valuations methods by using ex-post market data as forecasts*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com.

²⁰ La distinzione tra interessi sociali e interessi dei soci non è così scontata, in quanto spesso questi risultano coincidenti. Cfr. R. NOBILI, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, 1958, pp. 208 ss., il quale sostiene che l'interesse sociale ricomprende tutti gli interessi comuni ai soci; vd. anche P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, 1963, pp. 184 ss., secondo il quale ricomprende nell'interesse sociale tutti gli interessi del socio in quanto parte del contratto sociale; in senso adesivo, F. GALGANO, *Le società per azioni*, 1996, pp. 61 ss. e D. PREITE, (nt. 7), pp. 20 ss.

²¹ D. PREITE, (nt. 7), p. 23.

interessi che possono essere sacrificati in favore di altri o essere tutelati solo indirettamente. Tra questi possono certamente annoverarsi gli interessi di natura partecipativa, posto che essi sono per la maggior parte interessi che riflettono gli interessi economici relativi alla partecipazione, ad es. l'interesse ad essere informati, ad intervenire in assemblea, a votare. La lesione dei suddetti interessi avrà rilevanza giuridica esclusivamente in quanto riflesso di un pregiudizio di carattere economico²². Si tenga comunque presente che tali diritti sono suscettibili di modifiche in senso "qualitativo" piuttosto che "quantitativo" nel senso che non dipendono dalla misura della partecipazione del singolo socio, bensì dalla categoria di azioni possedute. Ne discende che anche nel caso in cui un interesse patrimoniale (*rectius*: l'interesse al mantenimento del valore della partecipazione) del socio risulti leso da una fusione, con buona probabilità ciò non dovrebbe verificarsi per gli interessi partecipativi.

Appare a questo punto opportuno individuare gli interessi economici del singolo socio tutelati dall'ordinamento. Rientrano sicuramente tra questi (i) l'interesse a conservare il valore economico assoluto della posizione²³ e (ii) l'interesse a conservare la misura proporzionale della partecipazione nella società post-fusione²⁴. Quest'ultimo è direttamente protetto dalle previsioni che impongono l'adozione di un rapporto di cambio congruo e che ne sia fornita adeguata informativa, *i.e.* artt. 2501-

²² A. VICARI, (nt. 2), p. 38.

²³ P. MARCHETTI, *Decreto del Presidente della Repubblica 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1988, p. 183, anche se con riferimento alla fattispecie di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

²⁴ G. DOMENICHINI, *Fusioni e scissioni – profili civilistici delle recenti evoluzioni della prassi*, in *Il contr. leg. dei conti*, 2001, p. 128, che individua l'interesse dei soci ad ottenere una partecipazione relativa che sia, nel complesso post-fusione, equivalente alla precedente; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 7**2, 2004, p. 166.

bis, 2501-*quater* e 2501-*quinqües* c.c. I soci, i quali ritengano che il rapporto di concambio sia stato determinato in maniera non corretta, avranno a disposizione anche l'azione individuale di responsabilità disciplinata dall'articolo 2504-*quater*, c. 2, c.c.²⁵.

Quale interesse – tra quello sociale e quello dei singoli soci - deve prevalere in caso di contrasto? Pur con le necessarie cautele e tenuto conto della complessità del quesito, alla luce di un'interpretazione sistematica si potrebbe individuare come prevalente l'interesse sociale alla massimizzazione della redditività. A titolo di esempio e con riferimento a fattispecie affini a quella in esame, è possibile citare la norma di cui all'art. 2506-*bis*, c. 5, c.c. che implica che dal progetto di fusione possa risultare un'attribuzione delle partecipazioni ai soci non proporzionale alla quota originaria²⁶ o l'ipotesi di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione (art. 2441, c. 4, c.c.)²⁷. In generale, infatti, è da condividere l'affermazione secondo la quale "il principio maggioritario nelle società di capitali è un principio di carattere generale che non ha un mero carattere strumentale per la realizzazione degli interessi regolati in contratto; la maggioranza (purché non ponga in essere atti arbitrari antitetici alla comunione d'interessi societaria) ha il potere di prendere decisioni vincolanti per tutti i soci anche relativamente a modifiche essenziali dell'originario regolamento contrattuale"²⁸. E' importante comunque

²⁵ V. AFFERNI, (nt. 12), p. 194.

²⁶ Autore dell'esempio è V. AFFERNI, (nt. 12), p. 195.

²⁷ Per un'analisi ampia della fattispecie vd. *ex pluribus* M. NOTARI, *Appunti sul diritto d'opzione nella riforma delle società*, in *Riv. not.*, 2002, pp. 840 ss.

²⁸ N. GASPERONI, *La trasformazione delle società*, 1952, p. 1034.

precisare che l'ordinamento prevede degli strumenti di "compensazione" in favore dei soci danneggiati dalle decisioni sociali²⁹.

Secondo un'attenta dottrina³⁰ il problema della prevalenza dell'interesse sociale deve essere analizzato avendo a riferimento il principio di parità di trattamento degli azionisti. Tale principio, pur avendo carattere imperativo, può subire alcune eccezioni al fine di tutelare interessi (evidentemente meritevoli di protezione) che altrimenti sarebbero sacrificati o ignorati dalla disciplina paritaria. Se invece non fosse concepita alcuna deroga, la maggior parte delle delibere di approvazione di una fusione sarebbero illegittime o invalide posto che difficilmente la variazione quantitativa del numero di azioni sarà un multiplo esatto del numero di azioni in cui è diviso – al momento della decisione – il capitale sociale. In altre parole, nella prassi gli azionisti della società incorporata ricevono azioni della società incorporante in proporzione al numero di azioni possedute e non in egual numero, con un inevitabile modifica delle posizioni reciproche.

Non appare, invece, da condividere la posizione di chi non ritiene meritevole di tutela l'interesse dell'azionista a restare tale³¹, anche se non si condivide pienamente l'affermazione secondo la quale "la determinazione del rapporto di cambio non può avvenire in modo tale da privare della qualità di socio coloro che detengono una quota inferiore al minimo cambiabile"³². Ad avviso di chi scrive, sembra potersi individuare un interesse meritevole di tutela del socio alla prosecuzione del vincolo

²⁹ Nell'ipotesi infatti di scissione non proporzionale, i soci che non approvino la scissione avranno diritto a far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso (cfr. art. 2501-*bis*, c. 4, c.c.).

³⁰ A. VICARI, (nt. 2), pp. 47 ss., ivi anche per l'esposizione delle teorie alternative.

³¹ A. CERRAI – A. MAZZONI, (nt. 1), pp. 45 ss.; A. VICARI, (nt. 2), p. 45.

³² A. SERRA, (nt. 1), p. 360.

sociale di partecipazione che si declina nel divieto di stabilire un minimo cambiabile che abusivamente pregiudichi il suddetto interesse; in altre parole, i due termini del rapporto di cambio non potranno essere ulteriormente divisibili per il medesimo numero. Cionondimeno, colui che non possenga il numero sufficiente di azioni richiesto da tale rapporto potrà perdere il proprio *status socii*. *In primis* interviene una considerazione di carattere pratico, in quanto, se non fosse così, la fissazione di un minimo cambiabile relativamente alto potrebbe facilmente trasformarsi in uno strumento con il quale le maggioranze azionarie potrebbero escludere le minoranze senza neanche dovere un conguaglio in denaro, salvo – e questo è patente – l’eventuale risarcimento del danno. La possibilità di sostituire un certo numero di azioni con un’unica azione di maggior valore è invece espressamente ammessa negli Stati Uniti, anche al di fuori del contesto di una fusione, e prende il nome di *reverse stock split*, con la differenza che in questo caso gli azionisti di minoranza avranno diritto ad un equivalente in denaro, pari alla percentuale di azioni detenuta. Tale strumento, però, non ha avuto particolare successo in virtù dell’elevato rischio di generare contenziosi su iniziativa dei soci esclusi. Il diritto alla prosecuzione del rapporto sociale, nei termini su espressi, sembra essere il livello minimo di protezione accordato dall’ordinamento italiano ed europeo i quali escludono anche la possibilità di ricorrere ad un *freeze-out*, mediante il quale gli azionisti di minoranza ricevono denaro anziché azioni dell’incorporante; a tale conclusione si giunge sulla base di due ordini di considerazioni: da un lato, gli articoli 3, c. 1, della direttiva 2005/56/CE (“**Direttiva Fusioni**”) e 2501-*ter*, c. 2., c.c. prevedono che il conguaglio in denaro non possa essere superiore al 10% del valore nominale delle azioni [o delle quote] assegnate; dall’altro, gli artt. 2501-*sexies*, c. 3, c.c. e 8, c. 2, Direttiva Fusioni, prevedono la designazione di

un esperto, nominato da un'autorità giudiziaria [o amministrativa], il quale rediga una relazione sulla congruità del rapporto di cambio, che quindi non potrà essere determinato arbitrariamente dalle parti. Si deve quindi concludere che il c.d. *cash-out merger* non è ammissibile in Europa³³. L'unico caso in cui gli azionisti di minoranza possono essere forzatamente esclusi dalla compagine societaria è rappresentato dal c.d. *squeez-out* previsto dagli artt. 111, c. 1, del d.lgs. n. 58/1998 e 15, c. 2, della direttiva 2004/25/CE che attribuiscono a chi a seguito di un'offerta pubblica detenga una determinata percentuale di azioni di una società (quotata) il diritto di acquistare le azioni residue ad un prezzo determinato. La norma è evidentemente collegata alla fattispecie del *delisting*, che non si presenta per le c.d. società chiuse.

Ciò non comporta, anche alla luce delle precedenti considerazioni, che il socio abbia il diritto di mantenere il proprio "peso" decisorio, ancorché proporzionalmente alla valutazione patrimoniale delle società coinvolte nella fusione, sulla scorta di valutazioni comparative, una diversa distribuzione delle partecipazioni potrebbe rispondere ad un interesse della compagine sociale maggiormente meritevole di apprezzamento³⁴. Non sembra altresì meritevole di tutela l'interesse del socio all'immutabilità della struttura sociale, nel rispetto delle norme imperative relative al

³³ M. VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental analysis and Reform Proposal*, 2009, p. 31, in www.ssm.com, il quale individua un'eccezione al suddetto principio nell'ipotesi, assolutamente marginale, nella quale gli investitori che non detengono un numero di azioni sufficiente da essere concambiate con una singola azione della società incorporante potrebbero ricevere esclusivamente denaro. Propende per una legittimità di un concambio che possa risolversi indirettamente in un *freeze-out*, L.A. BIANCHI, (nrt. 5), pp. 100 ss. Per un parallelo con la legislazione americana, che generalmente ammette il *merger freeze-out*, vd. anche A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 428 ss.

³⁴ C. SANTAGATA, (nt. 10), pp. 476 ss.

mutamento della responsabilità del socio (ad es. trasformazione eterogenea) e alla fattispecie del c.d. abuso della maggioranza³⁵.

Le considerazioni che precedono devono ritenersi valide sia per le fusioni domestiche, sia per le fusioni transfrontaliere, in quanto la transnazionalità dell'operazione incide sugli aspetti procedurali e non sugli interessi tutelati della società e dei soci, i quali sono interessi per lo più economici.

3. La tematica della protezione degli azionisti a livello comunitario

In questo paragrafo si introdurrà la tematica della protezione degli azionisti di minoranza nelle fusioni in ambito comunitario e gli strumenti offerti dagli ordinamenti dei singoli Stati membri per garantirne l'effettiva tutela³⁶.

³⁵ Vd. D. PREITE, "Abuso" della regola di maggioranza, 1992, *passim*. Riconduce la soluzione della problematica su esposta circa la determinazione del rapporto di cambio ai principi generali in materia di abuso del diritto, L. PICONE, (nt. 9), pp. 206 e specificamente 215 ss.

³⁶ Per indicare la posizione del socio ed i rischi relativi in relazione ad un'operazione di fusione, W.J. CARNEY, *Mergers and Acquisitions: the Essentials*, 2009, p. 13, richiamando le parole di Bayless Manning, usa un'espressione colorita che racchiude tutta la preoccupazione per la tematica della protezione delle minoranze: "The shareholders of corporation A somehow became shareholders of corporation B and no longer shareholders of corporation A. The mere statement of such a preposterous proposition did violence to fundamental principles. How could a man who owned a horse suddenly find that he owned a cow?", (Gli azionisti della società A in qualche modo diventavano azionisti della società B e non più azionisti di A. La mera dichiarazione di questa assurda proposta commetteva violenza ai principi fondamentali. Come potrebbe un uomo che possedeva un cavallo improvvisamente ritrovarsi a possedere una mucca?).

In una prospettiva comunitaria, la Direttiva Fusioni non si è preoccupata di armonizzare, mediante disposizioni comuni, la disciplina volta alla protezione dei soci di minoranza che intendessero opporsi alla fusione; essa ha, invece, lasciato liberi gli Stati membri di introdurre specifiche previsioni in occasione del recepimento del provvedimento³⁷. Da ciò si potrebbe ricavare che il legislatore comunitario non ha considerato la protezione dei soci di minoranza nelle fusioni transfrontaliere una questione di importanza capitale e tanto meno ha previsto un piano per l'armonizzazione di tale disciplina³⁸. Ciò potrebbe apparire in controtendenza rispetto alla tradizione del diritto societario europeo; la protezione dei soci di minoranza ha infatti rappresentato un caposaldo della politica legislativa comunitaria, specie nell'ultimo decennio. Il Trattato costitutivo delle Comunità Europee ("TCE") prevede espressamente la possibilità per il Consiglio e la Commissione di adottare direttive per coordinare, *"nella necessaria misura e al fine di renderle equivalenti"*, le legislazioni statali sulle società in ordine alla protezione

³⁷ L'art. 4, c. 2, Direttiva Fusioni recita: "Uno Stato membro può, in caso di società partecipanti a una fusione transfrontaliera cui si applica la sua legislazione, adottare disposizioni volte ad assicurare una protezione adeguata dei soci di minoranza che si sono opposti alla fusione transfrontaliera".

³⁸ M. WYCKAERT – K. GEENS, *Cross-border mergers and minority protection. An open-ended harmonization*, in *Utrecht Law Review*, 2008, p. 52, disponibile anche sul sito www.ssrn.com. Di diverso avviso, invece, A.J. TAPIA HERMIDA, *Metodos de concentracion transfronteriza intracomunitaria de sociedades cotizadas: Fusiones, OPAs y otros métodos alternativos. Las directivas 2004/25/CE y 2005/56/CE*, documento depositato nell'archivio istituzionale Eprints Complutense, disponibile sul sito www.ucm.es/eprints, 2007, pp. 19 ss., secondo il quale il *"càracter transfronterizo también requiere garantías suplementarias en cuanto a la proteccion de tres colectivos de sujetos especialmente afectados, como son los socios minoritarios disidentes, los acreedores y los trabajadores"* (il carattere transfrontaliero richiede garanzie ulteriori con riferimento alla protezione dei tre gruppi di soggetti coinvolti, quali sono i soci dissenzienti di minoranza, i creditori e i lavoratori). In realtà, però, l'autore non chiarisce quali siano i profili di criticità peculiari che il carattere transfrontaliero dell'operazione solleverebbe. Non appare inoltre condivisibile l'affermazione secondo la quale la Direttiva Fusioni sarebbe particolarmente attenta con riferimento alla protezione dei summenzionati soggetti e che il rinvio alle legislazioni nazionali sul punto sarebbe espressione del principio di rispetto dei diritti nazionali.

degli "interessi tanto dei soci come dei terzi"³⁹. In tal senso si pensi alla direttiva 77/91/CEE intesa a coordinare le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società di cui all'art. 58, c. 2, TCE⁴⁰, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa⁴¹; o alla direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate⁴², in particolare diritti di informativa e di voto su base transfrontaliera.

In realtà, ad una lettura più attenta, il disposto di cui alla Direttiva Fusioni appare in linea con la tradizione più recente che, considerando le tutele offerte - in tema di fusioni interne - dai singoli Stati membri idonee anche nell'ipotesi di operazioni transfrontaliere, ha rimesso a questi la competenza in materia di protezione degli azionisti di minoranza⁴³. Ad

³⁹ Art. 44, c. 2, lett. g), TCE.

⁴⁰ Oggi art. 48, c. 2, TCE, che recita: "Per società si intendono le società di diritto civile o di diritto commerciale, ivi comprese le società cooperative, e le altre persone giuridiche contemplate dal diritto pubblico o privato, ad eccezione delle società che non si prefiggono scopi di lucro".

⁴¹ Seconda Direttiva del Consiglio del 13 dicembre 1976, 77/91/CEE, pubblicata in GUCE L 26 del 31 gennaio 1977, disponibile sul sito www.eur-lex.eu.

⁴² Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007, pubblicata in GUCE L 184 del 14 luglio 2007, disponibile sul sito www.eur-lex.eu.

⁴³ Rappresenta invece un'eccezione la direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, pubblicata in GUCE L 142 del 30 aprile 2004, ("**Direttiva OPA**"), disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0025:IT:HTML>, con la quale la CE ha puntato all'adozione di una tutela armonizzata. L'atto, infatti, prevede comunemente per tutti gli Stati membri l'obbligo, per persone fisiche o giuridiche, di lanciare un'offerta pubblica al superamento di una certa soglia di partecipazione in una società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. A tale soglia è ricondotto il concetto di "controllo" di una società, utilizzato nella direttiva in senso atecnico, cfr. M. WYCKAERT - K. GEENS, (nt. 38), p. 42, nt. 4. Ai sensi dell'art. 5, c. 3, la percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo è determinata da ciascuno Stato membro, si consideri, però, che la grande maggioranza degli Stati membri ha fissato la soglia rilevante ai fini della direttiva intorno al 30%, vd. *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, SEC(2007) 268, disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf. Per un commento sulla direttiva OPA e per un raffronto con il sistema

esempio, l'art. 24, c. 2, del Regolamento n. 2157/2001⁴⁴ prevede che uno Stato membro possa adottare, nei confronti di società dipendenti dalla sua giurisdizione che partecipano ad una fusione, disposizioni volte a garantire la tutela degli azionisti di minoranza che si sono pronunciati contro la fusione. O ancora, l'art. 8, c. 5, del medesimo atto attribuisce la possibilità agli Stati membri di adottare provvedimenti volti a garantire un'adeguata protezione degli interessi degli azionisti di minoranza della SE che si sono pronunciati contro il trasferimento della sede. La scelta del legislatore comunitario potrebbe altresì essere letta nel senso che non vi è motivo per ritenere che le fusioni transfrontaliere sollevino problemi di tutela degli azionisti ulteriori rispetto alle fusioni interne⁴⁵.

Si consideri inoltre che, tra i diversi processi di ristrutturazione societaria, la fusione è uno dei più democratici⁴⁶ nel senso che presuppone una delibera assembleare (e quindi la possibilità di partecipare alla decisione per tutti i soci), sovente adottata con maggioranze più elevate rispetto a quanto normalmente richiesto in sede ordinaria. La necessità di una decisione dell'organo assembleare è imposta, per le fusioni transfrontaliere, dall'art. 9, c. 1, Direttiva Fusioni che prevede l'approvazione, da parte delle assemblee di ciascuna società coinvolta, del progetto comune di fusione. Pertanto i soci avranno quantomeno il diritto di partecipare al processo decisionale.

staunitense vd. M. VENTORUZZO, *The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means, Not so Different Political and Economic End*, disponibile sul sito www.ssrn.com.

⁴⁴ Regolamento del Consiglio n. 2157/2001, relativo allo statuto della Società Europea (SE), disponibile sul sito www.eur-lex.eu.

⁴⁵ *Contra* A.J. TAPIA HERMIDA, (nt. 38), p. 19.

⁴⁶ M. WYCKAERT – K. GEENS, (nt. 38), p. 46.

L'unico elemento che presenta profili di peculiarità è il cambio della *lex societatis* dal punto di vista della società incorporata, ma ciò non appare come un vero e proprio fattore di rischio per gli azionisti. Non sono infatti ravvisabili differenze tanto profonde tra i modelli societari proposti dai diversi ordinamenti comunitari, (o comunque maggiori che tra modelli societari all'interno del medesimo ordinamento), tali da giustificare la necessità di specifiche cautele. Sarebbe difficile, infatti, sostenere che un ordinamento di uno Stato membro offra un regime di tutela degli azionisti significativamente inferiore rispetto ad un altro⁴⁷, tenuto conto anche del processo di armonizzazione che ha caratterizzato il diritto delle società a livello europeo⁴⁸. Si potrebbe obiettare che gli azionisti conoscono meglio il proprio diritto nazionale, soprattutto sotto il profilo dell'esercizio dei diritti, ma tale considerazione è valida esclusivamente nel caso in cui azionisti e società siano della stessa "nazionalità", fenomeno che nella prassi va progressivamente divenendo meno frequente⁴⁹, specie per

⁴⁷ M. VENTORUZZO, *Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Law and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Right under Italian Law*, pp. 11 ss., disponibile sul sito www.ssrn.com.

⁴⁸ Per un approfondimento circa l'effettivo grado di armonizzazione reale raggiunto dalla disciplina delle società di capitali nell'Unione Europea attraverso la tecnica delle direttive vd. A. SANTA MARIA, *European Economic Law*, 2009, pp. 120 ss.; cfr. anche AA.VV., *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, G.F. CAMPOBASSO (a cura di), 2003, cui adde G.B. PORTALE, "Armonizzazione" e "concorrenza" tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Corr. Giur.*, 2003, pp. 95 ss.

⁴⁹ M. WYCKAERT – K. GEENS, (nt. 38), p. 50.

Si tratta del fenomeno – apparentemente irrazionale – per il quale gli investitori manifesterebbero preferenze verso titoli emessi da società nazionali piuttosto che straniere, che prende il nome di *home bias*. L'irrazionalità può essere argomentata sulla scorta dei documentati effetti positivi della diversificazione (vd. H. GRUBEL, *Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows*, in *American Econ. Rev.*, 1968, pp. 1299 ss.; R. ELDOR – D. PINES – A. SCHWARTZ, *Home Asset Preference and Productivity Shocks*, in *J. Int'l Econ.*, 1988, pp. 165 ss.; G. DE SANTIS – B. GERARD, *International Asset Pricing and Portfolio Diversification with Time-Varying Risk*, in *J. Fin.*, 1997, pp. 1881 ss.). Nonostante la letteratura, in particolare quella finanziaria, si sia interessata all'argomento sin dagli anni '70 (vd. H. LEVY – M. SARNAT, *International Diversification of Investment Portfolios*, in *American Econ. Rev.*, 1970, pp. 668 ss.; B.H. SOLNIK, *Why not Diversify Internationally Rather than Domestically*, in *Fin'l Analyst J.*, 1974, pp. 48 ss.),

società coinvolte in attività transfrontaliere. Inoltre, con riferimento ad operazioni societarie di fusione che presentino caratteri di transnazionalità, diversi ordinamenti hanno già predisposto particolari tutele per quanto concerne la protezione degli azionisti di minoranza. Si pensi, a titolo di esempio, agli artt. 320 e 149 della *Ley de Sociedades Anonima* spagnola, i quali prevedono il diritto di *separaciòn* (assimilabile al diritto di recesso italiano) per gli azionisti che non abbiano concorso ad approvare: 1) una fusione al termine della quale la società risultante sia una *sociedad anònima europea* che abbia il proprio *domicilio* all'estero; o 2) il trasferimento del *domicilio* sociale all'estero (in quest'ultimo senso anche l'art. 95, lett. b, della *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*). Con riferimento ai rimedi specificamente previsti nell'ambito dell'implementazione della Direttiva Fusioni, l'articolo 62 della legge n. 3/2009⁵⁰ prevede che qualora gli azionisti di una società spagnola, partecipante ad una fusione transfrontaliera, dissentano con l'accordo di fusione e la società risultante abbia la propria sede sociale in un altro

non sembra che ci sia unità di vedute circa le cause di tale comportamento da parte degli investitori. Volendo riassumere le posizioni principali e più aggiornate, la causa che spingerebbe a preferire titoli nazionali è stata individuata nelle barriere nazionali ai flussi di capitale create mediante maggiori costi di transazione e asimmetrie nel trattamento fiscale, nonché rischi di natura politica che caratterizzerebbero gli investimenti oltre confine (F. BLACK, *International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers*, in *J. Fin'l Econ.*, 1971, pp. 337 ss.; R.M. STULZ, *On the Effects of Barriers to International Investments*, in *J. Fin.*, 1981, pp. 923 ss.); è tuttavia evidente come queste motivazioni abbiano progressivamente perso la propria rilevanza, in special modo nel contesto europeo. Altri studi hanno invece ricondotto il fenomeno alle asimmetrie informative (l'informazione *within countries* sarebbe pertanto migliore rispetto a quella *between countries*, vd. M. BRENNAN – H. CAO, *International Portfolio Investment Flows*, in *J. Fin.*, 1997, pp. 1851 ss.). Altri ancora hanno fatto leva sulla prossimità geografica che permetterebbe di sfruttare vantaggi informativi (J. COVAL – T. MOSKOVITZ, *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*, in *J. Fin.*, 1999, pp. 2045 ss.; per uno studio del mercato italiano vd. G. BASCHIERI – A. CAROSI – S. MENGOLI, *La geografia delle società quotate italiane e potenziali effetti sui valori di Borsa: "azioni e buoi dei Paesi tuoi"*, in *Banca Imp. Soc.*, 2010, pp. 145 ss.).

⁵⁰ Ley n. 3 del 3 aprile 2009 "sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles".

Stato membro, i primi avranno il diritto di "recedere" secondo quanto disposto in materia di società a responsabilità limitata (legge n. 2/1995). Si segnala inoltre che anche Germania, Olanda, Polonia e Romania hanno adottato delle norme che attribuiscono ai soci dissenzienti in caso di fusione transfrontaliera un diritto di sciogliere il vincolo sociale, riconducibile sostanzialmente al diritto di recesso riconosciuto dall'ordinamento italiano⁵¹. Per quanto riguarda invece gli altri Stati comunitari, a quanto consta, non risulta che essi abbiano previsto rimedi specifici per la tutela degli azionisti di minoranza in caso di fusioni transfrontaliere.

4. La disciplina prevista dal d.lgs. n. 108/2008

Occupiamoci adesso rapidamente dell'ordinamento italiano, rimandando in ogni caso ad un momento immediatamente successivo una disamina maggiormente puntuale della questione. L'art. 5 del d.lgs. n. 108/2008⁵² stabilisce che nel caso in cui la società risultante dalla fusione transfrontaliera sia una società di un altro Stato membro, ha diritto di recedere dalla società italiana partecipante alla fusione transfrontaliera il socio non consenziente, secondo le modalità previste dal codice civile. Sebbene la formulazione della norma risulti alquanto criptica, sembra che

⁵¹ Vd. G. ARNÒ – G. FIASCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere*, 2009, pp. 84 ss. Per quanto concerne la Germania cfr. gli articoli 122h e 122i del *Umwandlungsgesetz* ("UmwG").

⁵² Si tratta del Decreto Legislativo 30 maggio 2008, n. 108, "Attuazione della direttiva 2005/56/CE, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali", reperibile sul sito www.governo.it.

il legislatore delegato abbia avuto in mente le perplessità, espresse in precedenza, relative al cambio della *lex societatis*. In realtà, però, la norma potrebbe essere considerata una specificazione di una regola già esistente: ai sensi dell'articolo 2437, lett. b), c.c., il socio dissenziente può recedere dalla società in caso di trasformazione della stessa. Circa il fatto che il cambio - attraverso una fusione transfrontaliera - della legge regolatrice della società potesse essere considerato una trasformazione della stessa, la dottrina si era già espressa in senso affermativo⁵³. Tale conclusione poggia sul presupposto che, nonostante le analogie esistenti tra alcuni tipi di società previsti da diversi ordinamenti⁵⁴ e i risultati raggiunti dal processo di armonizzazione comunitario, quanto meno sotto

⁵³ M. VENTORUZZO, (nt. 47), p. 19.

Prima della riforma delle società di capitali del 2003, con riferimento ad una fusione eterogenea, ossia una fusione tra società di tipo diverso (nell'ambito, comunque, del medesimo ordinamento), che implichi una trasformazione di una delle partecipanti, era stato sollevato il dubbio circa l'applicabilità del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, b), c.c. Inoltre, l'attuale mancata previsione della fusione tra le cause legittimanti il recesso per le s.p.a. - a differenza che per le s.r.l. (art. 2473, c. 1, c.c.) e le società di persone (art. 2502, c. 1, c.c.) - potrebbe far pensare che il legislatore non abbia considerato, in relazione a tale circostanza, meritevoli di tutela gli interessi dei soci; le modificazioni c.d. "accessorie" non avrebbero quindi una propria autonomia, tale da legittimare il diritto di recesso. In altre parole, il legislatore avrebbe operato una valutazione degli interessi coinvolti nell'ipotesi di fusione arrivando a concludere che "di fronte all'utilità che presenta l'integrazione economica di varie società, in un organismo di maggiori dimensioni, degrada la tutela della posizione del socio", G. FERRI, *Le Società*, in *Tattato di dir. civ.*, X, 3, F. VASSALLI (diretto da), 1987, p. 986; così anche R. FRANCESCHELLI, *Fusione con trasferimento della sede all'estero e diritto di recesso*, in *Riv. dir. civ.*, 1968, I, p. 148. E' però ormai pacifico, alla luce delle modifiche apportate dalla riforma delle società di capitali, che punto di riferimento per il riconoscimento del diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso alla deliberazione sia lo statuto programmato nel progetto di fusione e pertanto il cambiamento del tipo sociale non sarebbe una modifica accessoria, ma "compenetrata nella deliberazione di (approvazione del) progetto di fusione, poiché si tratta di una modificazione complementare con tutte le altre modifiche strutturali ed organizzative che l'integrazione di più società implica", C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 467. Le conclusioni a cui quest'ultima ricostruzione giunge, sono quindi analoghe a quelle espresse in tema di fusioni intracomunitarie. Per un'analisi maggiormente approfondita della questione si rinvia ad un momento successivo, allorché si affronterà specificamente il tema del diritto di recesso nelle fusioni transfrontaliere.

⁵⁴ Nel caso specifico, si faceva riferimento ad una società per azioni italiana e l'equivalente tedesca AG.

il profilo sostanziale, la transazione comporta una modifica implicita delle norme applicabili. Secondo questa ricostruzione, pertanto, la norma in commento non aggiungerebbe nulla all'apparato remediale pre-esistente.

Da un punto di vista pratico, inoltre, la "trasformazione" di una società italiana in una società di un altro ordinamento comunitario è accompagnata, di regola, da un trasferimento della sede sociale nel paese di destinazione. Questo evento è di per sé causa legittima di recesso per i soci assenti, dissenzienti o astenuti ai sensi dell'art. 2437, lett. c), c.c. Pertanto, anche solo con riferimento agli effetti che un'operazione di fusione intra-comunitaria comportava, gli azionisti di minoranza potevano fare affidamento sullo strumento del recesso anche prima dell'introduzione del rimedio di cui all'art. 5, d.lgs. 108/2008. Infine, un ulteriore argomento a favore della non indispensabilità del precetto normativo recentemente introdotto nell'ordinamento potrebbe essere ricavato dal fatto che il cambiamento di legge applicabile alla società comporterà molto probabilmente una modifica del diritto di recesso o dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso⁵⁵. Anche questa modifica è da annoverare tra le ipotesi inderogabili di recesso previste dall'art. 2437, lett. f), c.c.

In conclusione, l'intervento del legislatore delegato può essere considerato positivamente in quanto elimina eventuali dubbi, qualora ve ne fossero, circa la possibilità di qualificare la modifica della *lex societatis* quale fenomeno di trasformazione della società, o meglio ne elimina in radice la rilevanza ai fini della configurabilità del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, lett. b), c.c., sostituendo - in ipotesi di modifica della legge

⁵⁵ M. VENTORUZZO, (nt. 47), pp. 19 ss.

applicabile alla società in seguito ad una fusione transfrontaliera - tale rimedio con quello specifico previsto all'art. 5, d.lgs. n. 108/2008.

5. Gli strumenti di tutela previsti dall'ordinamento italiano: i rimedi reali

Come visto, la Direttiva Fusioni lascia ciascuno Stato membro libero di disciplinare gli strumenti di tutela a favore delle minoranze; pertanto nel presente paragrafo si condurrà l'analisi della disciplina prevista dall'ordinamento italiano, ricapitolando, senza pretesa di esaustività e in ottica di comparazione con il diritto di recesso, i rimedi reali e obbligatori a disposizione degli azionisti che ritengano lesi i propri interessi da decisioni sociali in tema di fusioni.

Gli azionisti hanno a disposizione diversi rimedi per agire nelle diverse fasi della procedura di fusione. E' logicamente antecedente, tra gli atti potenzialmente lesivi, l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione del progetto di fusione. Secondo una ricostruzione generale, nel contesto di un procedimento, un atto che non sia vincolante non può astrattamente produrre un danno ad una società; nel caso di specie il progetto di fusione approvato dal consiglio necessita della "ratifica" da parte dell'assemblea straordinaria per poter produrre i propri effetti. Ne discenderebbe quindi una impossibilità di impugnare la delibera consiliare da parte dei soci. Questa ricostruzione, però, non è interamente condivisibile. Esistono infatti una serie accordi preliminari che possono

vincolare la società anche antecedentemente alla delibera assembleare di approvazione del progetto di fusione. Tali sono, ad esempio, i c.d. *deal protection devices*⁵⁶, gli accordi di confidenzialità, gli accordi di esclusiva o gli accordi relativi alla gestione della società durante la fase delle trattative⁵⁷. Inoltre, gli articoli 2505 e 2505-bis c.c. prevedono la possibilità che la fusione con una società (A) interamente posseduta, o (B) posseduta al 90%, qualora previsto dall'atto costitutivo o dallo statuto, sia decisa rispettivamente (A) dagli organi amministrativi della società coinvolte o (B), quanto alla società incorporante, dall'organo amministrativo. In questi casi la delibera di approvazione del progetto di fusione da parte del consiglio è idonea a far sorgere un impegno per la società. Si tratta, però, di individuare quali possano essere i danni derivanti dall'esecuzione della delibera. Avendo sempre a mente l'interesse sociale, inteso come massimizzazione della redditività come riflessa dall'incremento del valore delle azioni, mi pare che un accordo di esclusiva possa provocare un danno alla posizione del socio: gli amministratori, infatti, avrebbero precluso alla società la possibilità di negoziare con altri offerenti anche in presenza di condizioni migliori. E ancora, gli accordi di confidenzialità presuppongono una *disclosure* di documenti societari *confidenziali* per l'appunto (*i.e.* segreti industriali, *business plan*), la cui conoscenza da parte di altri soggetti può evidentemente essere rischiosa per l'attività della società qualora, ad esempio, l'offerente intraprenda trattative con altri soggetti operanti sul

⁵⁶ A tali strumenti sarà dedicata una specifica sezione del presente lavoro, per una prima panoramica vd. M. LEBOVITCH – P.B. MORRISON, *Calling a Duck a Duck: Determining the Validity of Deal Protection Provisions in Mergers of Equals Transactions*, in *Colum. Bus. Law Rev.*, 2001, pp. 1 ss.; S.J. GRIFFITH, *Deal Protection Provision in the Last Period of Play*, in *Fordham Law Rev.*, 2002, pp. 1899 ss.

⁵⁷ A. VICARI, (nt. 2), pp. 91 ss. e pp. 227 ss. Vd. anche G. COLTRARO, *Le trattative e gli accordi preparatori all'operazione di fusione: prime riflessioni*, in *Vita not.*, 2009, pp. 1103 ss.

medesimo mercato o in mercati contigui. Infine, e si tratta dell'esempio più efficace, un accordo circa la conduzione della gestione societaria improntata alla conservazione del patrimonio sociale per evitarne una dispersione potrebbe essere contrario alle esigenze di ampliamento del volume d'affari o potrebbe deprimere alcuni investimenti necessari. In tutti questi casi, pertanto, ritengo che la società possa subire un danno, ma, a ben vedere, non avrà a disposizione un rimedio diretto in quanto l'articolo 2388, c. 4, c.c. prevede la legittimazione del socio ad impugnare le delibere consiliari viziate solo nel caso in cui si tratti di atti lesivi di un diritto del socio stesso⁵⁸, ossia che incidano direttamente ed immediatamente su una posizione di diritto soggettivo del socio (ad es. il diritto di opzione o il diritto di prelazione). La summenzionata norma (comma 4, prima parte) attribuisce solo al collegio sindacale o agli amministratori assenti o dissenzienti la legittimazione ad impugnare. In questa ipotesi pertanto il socio sarebbe sprovvisto di tutela.

Alle medesime conclusioni – nel senso della inoppugnabilità da parte del singolo socio o di una minoranza qualificata - deve giungersi anche con riferimento ad una delibera consiliare viziata per conflitto di interessi⁵⁹. Che conseguenze può però avere una delibera consiliare adottata in

⁵⁸ Cass. 28 marzo 1996, n. 2850, in *Foro it.*, 1997, I, p. 235; Trib. Roma 19 luglio 2005, in *Foro it.*, 2006, I, p. 1622.

⁵⁹ L. ENRIQUES, (nt. 16), p. 372 ; G. FRÈ – G. SBISÀ, *Della società per azioni, in Commentario del codice civile Scialoja – Branca*, F. GALGANO (a cura di), 1997, sub art. 2391, p. 382, "le delibere, per essere rilevanti ex art. 2391, c. 3, c.c., devono risultare lesive dell'interesse sociale ("danno alla società") e, in presenza di lesione dell'interesse sociale, può riconoscersi una lesione solo indiretta dell'interesse individuale". Sul tema del conflitto di interessi dell'amministratore in caso di fusione, vd. F. BONELLI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società*, in *Giur. Comm.*, 1992, p. 232, il quale sostiene la rilevanza "astratta" del conflitto in relazione agli obblighi di comunicazione, la rilevanza "concreta" in relazione all'applicazione delle sanzioni di cui all'art. 2391, c. 3 e 4, c.c. e il carattere "relativo" dell'incompatibilità. Per quanto riguarda il danno rilevante, cfr. A. VICARI, (nt. 2), p. 233. L'autore sostiene l'applicabilità delle norme alla lesione dell'interesse sociale come interesse alla massimizzazione della redditività dell'investimento di tutti i soci.

conflitto sulla successiva delibera assembleare di fusione? In linea generale, la delibera assembleare dovrebbe essere impugnabile ex art. 2377 c.c. in quanto logicamente successiva ad un atto viziato i cui effetti non si manifesterebbero se la delibera assembleare non venisse adottata⁶⁰. Quest'ultima delibera è *expressis verbis* impugnabile, qualora non sia adottata conformemente alla legge o allo statuto sociale, dai soci assenti, dissenzienti o astenuti che rappresentino, anche congiuntamente, l'uno per mille del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e il cinque per cento nelle altre (art. 2377, cc. 2 e 3, c.c.). Per gli altri soci non legittimati all'impugnativa permane il diritto al risarcimento del danno (comma 4). Una delibera assembleare risulterà invalida innanzitutto in caso di violazione degli obblighi informativi previsti dagli artt. 2501-*ter*, 2501-*septies*, 114 e 130 d.lgs. n. 58/1998 ("**TUF**"), 66 e 70 del Regolamento Consob n. 11971, se tale violazione impedisce l'esercizio o il corretto esercizio del voto⁶¹. Sotto il profilo probatorio, l'attore dovrà altresì dimostrare l'effettiva lesione dell'interesse economico protetto dalla disciplina⁶².

Ulteriore ipotesi di impugnazione di una delibera assembleare è rappresentata dall'art. 2373 c.c. che contempla il caso di conflitto di interessi del socio, la cui definizione ha fornito spunto per diversi dibattiti dottrinali⁶³. Senza voler approfondire le pur interessanti tematiche, in

⁶⁰ A. VICARI, (nt. 2), pp. 236 ss. cui si rinvia anche per l'esposizione delle teorie contrarie.

⁶¹ F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob*, in *Le Società*, 1999, pp. 520 ss.; G. ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 3**, 1993, pp. 242 ss.

⁶² Cass. 25 marzo 2003, n. 4372, in *Le Società*, 2003, pp. 1109 ss., in cui si afferma che la dimostrazione di un'effettiva lesione di un interesse economico protetto dalla disciplina è considerata presupposto per il riconoscimento dell'interesse ad agire.

⁶³ Con riferimento alle caratteristiche del conflitto di interessi cfr. F. ALBANESE, *Il conflitto di interessi deve essere accertato nel caso concreto*, in *Le Società*, 2000, pp. 468 ss.; D. PREITE, (nt. 7), pp. 128 ss.; C. SANTAGATA, (nt. 1), p. 271.

questa sede preme sottolineare la complessità relativa alla prova del conflitto e del danno, che ricade, per entrambi gli aspetti, sull'attore⁶⁴.

Infine, tra i rimedi reali a disposizione degli azionisti deve essere annoverata l'impugnazione per abuso della maggioranza⁶⁵ o per violazione del principio di parità di trattamento dei soci ai sensi degli artt. 2348, c. 1, c.c. e 92 TUF⁶⁶. Anche in quest'ultimo caso ciò che emerge è un'incertezza applicativa delle fattispecie, in particolare in relazione ad un'interpretazione proposta per l'applicazione del principio della parità di trattamento che ne auspica un'applicazione parametrata al criterio della "ragionevolezza", in cui la valutazione degli interessi coinvolti dovrebbe essere effettuata caso per caso⁶⁷. Con riferimento invece alla fattispecie dell'abuso della maggioranza, la giurisprudenza si è espressa nel senso della sindacabilità della delibera nei casi di manifesta irragionevolezza o arbitrarietà del rapporto di cambio⁶⁸. Al contempo, però, si afferma che la dimostrazione della manifesta incongruità del rapporto di cambio non è di per sé sufficiente a soddisfare l'onere probatorio, necessitandosi anche la dimostrazione (sul piano soggettivo) del carattere fraudolento

Con riferimento invece al profilo del danno rilevante, cfr. C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 398; A. SERRA, (nt. 1), p. 370; L. MENGONI, (nt. 12), p. 452; D. PREITE, (nt. 7), p. 135 e 156.

⁶⁴ A. VICARI, (nt. 2), p. 267.

⁶⁵ Cfr. D. PREITE, (nt. 7), pp. 224 ss., M. CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, 1991, pp. 162 ss., A. CERRAI – A. MAZZONI, (nt. 1), pp. 77 ss. Per la giurisprudenza vd. da ultimo, Trib. Salerno, 31 ottobre 2008, disponibile sul sito <http://dejure.giuffre.it>, ed i riferimenti ivi contenuti: Cass. n. 9353/2003, Cass. n. 11151/1995, Cass. n. 4923/1995, con nota di M.A. IMBRENDA, *L'abuso di potere da parte della maggioranza vizia la delibera*, in *Le Società*, 1995, pp. 1548 ss., Cass. n. 3628/1986 e Cass. n. 4236/1983.

⁶⁶ Cfr. G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, p. 629 ss.; F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento dei soci*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 1 ss.; C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. Comm.*, 1987, I, pp. 1 ss.

⁶⁷ A. VICARI, (nt. 2), pp. 284 ss.; D. PREITE, (nt. 7), pp. 228 ss.

⁶⁸ Trib. Roma 12 ottobre 2001, in *Le Società*, 2002, p. 888; Trib. Genova, 21 dicembre 2000, in *Riv. dir. Comm.*, 2001, p. 269, con nota di P. LUCARELLI, (nt. 1); Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Giur. it.*, 1999, p. 2106, con nota di P. MONTALENTI, (nt. 4); Trib. Milano, 20 gennaio 1998, in *Foro Padano*, 1998, pp. 258 ss., con nota di M.S. SPOLIDORO.

dell'operazione in base ad "elementi di fatto univoci"⁶⁹. In altre parole, incombe sull'attore l'onere di provare che gli amministratori e il socio di controllo abbiano pianificato la fusione con *intentio fraudis* allo scopo di escludere (o ridurre sensibilmente la partecipazione de) gli azionisti di minoranza⁷⁰. E' evidente come tale prova possa risultare in svariati casi proibitiva per gli azionisti danneggiati e lesiva delle esigenze di tutela degli stessi.

L'ultimo atto del procedimento di fusione contro il quale in teoria i soci potrebbero agire è l'atto di fusione. Secondo parte della dottrina infatti la legittimazione attiva sarebbe giustificata dal fatto che gli interessi tutelati sono sostanzialmente gli stessi che legittimano l'impugnazione della delibera⁷¹. Vi è, però, una opposta opinione che esclude l'impugnabilità dell'atto da parte dei soci. Secondo tale ricostruzione, trattandosi di un atto di natura contrattuale, coerentemente con la norma che attribuisce la gestione dell'impresa esclusivamente agli amministratori (*i.e.* 2380-*bis*, c.c.), l'impugnazione dello stesso non spetterebbe anche ai soci⁷².

Ultimo rimedio reale a disposizione dei soci è il c.d. provvedimento cautelare atipico ex art. 700 c.p.c., nonché la sospensione della delibera assembleare ex art. 2378, cc. 3 e 4, c.c.⁷³ L'effettività di tali rimedi è però

⁶⁹ In questo senso A. VICARI, (nt. 2), p. 286; e Trib. Perugia, 26 aprile 1993, in *Giur. comm.*, 1995, pp. 134 ss., con nota di L. STANGHELLINI (nt. 1).

⁷⁰ F. GALGANO, *La circolazione delle partecipazioni statali*, in *Riv. dir. Comm.*, 1983, pp. 450 ss.

⁷¹ M. DE ACUTIS, *Il nuovo regime dell'invalidità della fusione*, in *Giur. comm.*, 1991, I, pp. 729 ss.; A. GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, 1997, pp. 61 ss.

⁷² A. VICARI, (nt. 2), p. 288; L. PICONE, *Invalidità della fusione e mezzi di tutela del socio*, in *Le Società*, 1999, p. 462.

⁷³ La coesistenza dei due rimedi è stata considerata ammissibile allorché le fattispecie in parola "non siano in rapporto di coincidenza", così Trib. Catania, 18 giugno 1994 (ord.), in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, pp. 109 ss., con nota di C. SANTAGATA. In altre parole, il provvedimento d'urgenza potrà essere esperito prima dell'impugnazione in giudizio della delibera, poiché sino ad allora il socio rimane sprovvisto di una tutela specifica, cfr. Trib. Milano, 20 gennaio 1998, (nt. 68).

da valutarsi concretamente in quanto, ai sensi dell'art. 2504-*bis* c.c., e come confermato dall'art. 17 della Direttiva Fusioni, l'iscrizione dell'atto di fusione, o il diverso adempimento cui gli altri Stati comunitari ricollegano l'efficacia della fusione transfrontaliera, preclude pronunce invalidative, lasciando ai soci la sola tutela obbligatoria⁷⁴. In pratica, gli amministratori potrebbero, una volta trascorso il termine di sessanta giorni di cui all'art. 2503 c.c.⁷⁵ (o immediatamente qualora il termine sia escluso al verificarsi

⁷⁴ Come testimoniato dalla relazione ministeriale che accompagna il d.lgs. n. 22/1991 ("attuazione delle direttive n. 78/855/CEE e n. 82/891/CEE in materia di fusioni e scissioni societarie"), la disposizione in parola mira ad evitare "le difficoltà gravissime che nascerebbero quando fosse dichiarata nulla una fusione già attuata: difficoltà in ordine sia alla suddivisione dei patrimoni ormai unificati e, nel tempo intercorrente fino alla formazione del giudicato, modificati magari profondamente, sia alla ricostruzione delle compagini dei soci delle diverse società partecipanti all'operazione [...]". Vd. anche A. GENOVESE, *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 64, secondo la quale "L'esigenza di garantire tutela reale, e più propriamente tutela invalidativa, al socio di minoranza, soccombe nel contrasto con una diversa esigenza, individuabile nella necessità di favorire le operazioni di fusione e di tenere ferme le regole organizzative di cui le società si dotano attraverso la fusione". Parla di "arretramento della tutela del socio" F. D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i "battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, in *Foro it.*, 1988, V, p. 48. Secondo C. ANGELICI, *La nullità della fusione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1992, p. 271, la focalizzazione della tutela sul rimedio risarcitorio ha operato una selezione tra gli interessi potenzialmente rilevanti, tale da esaurire la tutela del singolo sul piano patrimoniale, lasciando alla sola dimensione collettiva gli interessi di politica imprenditoriale e le decisioni collettive che, comunque realizzatesi, conservano la loro impegnatività. La riforma del 2003 ha vieppiù affievolito la capacità di incisione nella vita sociale, in favore dei principi di governabilità e certezza dell'azione sociale, rafforzando la protezione delle posizioni dei gruppi detenenti il controllo delle società, cfr. U. COREA, *Sospensione delle delibere di fusione ed effettività della tutela*, in *Corr. Giur.*, 2008, p. 1431. Si tenga inoltre in considerazione che la salvaguardia dei principi di certezza e stabilità dell'attività sociale ha rappresentato una costante di tutta la storia del diritto commerciale. Detti principi trovano fondamento nelle istanze di sicurezza dei traffici commerciali e nell'affidamento dei terzi che entrano in contatto con la società, non meno che nella difficoltà di far regredire le modificazioni sostanziali prodotte dall'atto invalido e nell'esigenza di speditezza dell'agire sociale, intesa quale valore comune da preservare nell'interesse di tutti i membri della compagine sociale e finanche nell'interesse generale della competitività del Paese, cfr. F. D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003, p. 708.

⁷⁵ L'inoppugnabilità dell'atto di fusione una volta iscritto è stata sancita dalla giurisprudenza anche nel caso di iscrizione *ante diem*, ossia anticipatamente rispetto alla scadenza del termine di 60 giorni fissato per l'opposizione dei creditori, cfr. Trib. Milano, 8 settembre 2003, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 198 ss. In dottrina vd. A. VICARI, (nt. 2),

di una delle ipotesi), iscrivere l'atto di fusione rendendo di fatto inefficace la tutela reale degli azionisti⁷⁶, comprimendo quindi la possibilità di impugnare le delibere viziate, nulle o annullabili⁷⁷. Inoltre, non consta alcun caso di accoglimento da parte dei giudici di ricorsi volti ad ottenere la sospensione dell'efficacia della delibera di fusione⁷⁸.

6. Rimedi obbligatori (segue)

Passiamo ora ad occuparci della tutela giudiziale di tipo obbligatorio. In caso di lesione dell'interesse sociale l'azione esperibile è l'azione sociale di responsabilità la cui titolarità, in virtù della previsione dell'art. 2504-bis, c. 1, c.c., spetterà alla società post-fusione. Ne discende la difficoltà di coordinare tale regola con un'eventuale modifica della *lex societatis* in caso di fusione di una società italiana in una società di un altro Paese

p. 293 ed i riferimenti ivi contenuti; *cui adde* P.D. BELTRAMI, *Accoglimento dell'opposizione dei creditori ex art. 2503 c.c. a fusione già eseguita*, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 203 ss.

⁷⁶ C. SANTAGATA, *La sospensione della deliberazione nella ricostruzione dei mezzi di tutela nei casi di invalidità nella fusione o irregolarità dell'iscrizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, p. 119; G. SCOGNAMIGLIO, *La nullità della fusione nella direttiva CEE e nello schema di legge di attuazione*, in *Riv. not.*, 1990, I, p. 902.

⁷⁷ Secondo consolidata giurisprudenza, la nozione di invalidità ai sensi dell'art. 2504-quater c.c. include ogni tipo di vizio dell'atto di fusione e si estende all'intero procedimento, cfr. App. Milano, 15 luglio 1994; Trib. Milano, 8 settembre 2003, (nt. 75); Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Giur. it.*, 1999, pp. 2106 ss.

⁷⁸ A. GENOVESE, (nt. 74), p. 65; L. PARELLA, *Art. 2504-quater c.c.: dieci anni di giurisprudenza*, in *Giur. Comm.*, 2003, p. 369. Più in generale, si rinviene un unico caso in cui è stata concessa la sospensione di una delibera consiliare su richiesta di un socio facendo applicazione dell'articolo 2378 c.c.; il caso verteva sulla sostituzione di un amministratore nominato dalla minoranza attraverso il meccanismo del voto di lista previsto statutariamente, cfr. Trib. Milano, 19 settembre 2007, in *Giur. It.*, 2008, pp. 371 ss., con nota di M. SPIOTTA.

membro. La responsabilità degli amministratori sorgerà qualora essi compiano operazioni violando i loro obblighi di diligenza⁷⁹, o qualora agiscano in conflitto di interessi, e a ciò consegua un danno per la società. Il sindacato del giudice sull'operato degli amministratori è, però, alquanto limitato⁸⁰.

Per quanto riguarda la fattispecie più pertinente ai fini del presente lavoro, si esamina l'azione del socio in caso di lesione del suo interesse individuale ex art. 2504-*quater*, c. 2, c.c. Le riflessioni al riguardo mutano a seconda che si riconosca alla riparazione conseguibile dall'azionista danneggiato natura indennitaria o risarcitoria⁸¹. Nel primo caso, una volta provato il vizio del procedimento o dell'atto di fusione, il socio danneggiato avrà diritto ad una prestazione monetaria forfetaria, che quindi non tenga conto del maggior danno eventualmente subito. Nel secondo caso, invece, l'attore sarebbe gravato dalla prova di tutti i presupposti della responsabilità civile⁸². Dal punto di vista del socio, il vantaggio sarebbe

⁷⁹ Per un'analisi di cosa comporti il dovere di diligenza vd. F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 4, 1991, pp. 363 ss.

⁸⁰ Il giudice potrà: (i) verificare se gli amministratori sono pervenuti alla decisione in seguito ad un'approfondita disamina, valutazione e ponderazione di tutti gli elementi conoscibili; (ii) accertare se la decisione non avrebbe dovuto essere assunta, perché dannosa per l'interesse sociale (c.d. *wasteful merger*), cfr. Trib. Milano, 26 giugno 1989, in *Giur. comm.*, 1990, p. 122; App. Milano, 30 marzo 2001, in *Giur. comm.*, 2002, pp. 217 ss.; Trib. Milano, 10 febbraio 2000, in *Giur. comm.*, 2001, p. 334; (iii) valutare se la scelta sia stata la "migliore", utilizzando la diligenza richiesta, tra le alternative disponibili, cfr. L. ENRIQUES, (nt. 16), p. 213 e F. BONELLI, (nt. 79), p. 377; (iv) valutare l'intrinseca coerenza e ragionevolezza del rapporto di cambio, cfr. Trib. Milano, in *Riv. dir. Comm.*, 2001, pp. 269 ss.; Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Corr. giur.*, 2003, pp. 208 ss.

⁸¹ Per una ricostruzione dei termini della questione vd. A. GENOVESE, (nt. 74), p. 70.

⁸² Nell'unico caso in cui è stato riconosciuto un tale danno, Trib. Genova, 21 dicembre 2000, (nt. 68), il tribunale ne ha determinato l'ammontare moltiplicando il prezzo medio di borsa di ciascuna azione per un numero di azioni pari alla differenza tra il numero di azioni che sarebbero state assegnate in base al rapporto di cambio congruo, rideterminato dal c.t.u., e il numero di azioni attribuite al socio in base al rapporto di cambio valutato incongruo. Residuano ancora dubbi per quanto riguarda la natura del "risarcimento", vd. A. GENOVESE, (nt. 74), pp. 73 ss.

rappresentato dal fatto che il danno risarcibile comprenderebbe il danno emergente (valore intrinseco della partecipazione) e il lucro cessante presente (mancato investimento della somma non percepita in investimenti alternativi certi), nonché, secondo alcuni⁸³, il lucro cessante futuro (mancata possibilità di investire la somma non percepita in investimenti futuri non ancora certi). I problemi legati al rimedio in parola sono però evidenti: si pensi, ad esempio, al riferimento temporale per il calcolo del danno; qualunque sia la scelta giudiziale, l'attore potrebbe ricevere un risarcimento inferiore rispetto al valore reale delle proprie partecipazioni⁸⁴ e soprattutto tale determinazione non terrebbe conto della complessità e rapidità degli scambi azionari. Semplificando, tra la data dell'adozione della delibera di fusione (considerata quale momento iniziale a partire dal quale poter calcolare il danno) e la data della sentenza liquidativa giudiziale non è possibile ricostruire astrattamente quali sarebbero state le scelte strategiche di investimento del socio qualora avesse ottenuto in concambio un numero di azioni dell'incorporante calcolato secondo un rapporto congruo o qualora avesse visto la propria partecipazione "diluirsi" in misura inferiore nell'ipotesi di fusione con una

⁸³ A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, 1979, p. 303; M. FRANZONI, *Il danno risarcibile*, 2004, pp. 195 ss.; M.C. BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja - Branca*, F. GALGANO (a cura di), 1979, p. 31 e 249, secondo cui però "le perdite e i mancati guadagni possono essere risarcibili solo se ragionevolmente certi nel loro futuro accadere". Vd. anche C. SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1531, che individua il lucro cessante nel "valore che stato ipoteticamente acquisito dalla partecipazione ove si fosse progettata una fusione più conveniente con società dotata di maggiori risorse", in tal caso però l'attore dovrà provare l'effettiva possibilità dell'operazione, la colpa degli amministratori e il maggior valore che avrebbe conseguito. Secondo V. PALEA, *Il rapporto di cambio nelle operazioni di fusione e di scissione*, 2000, p. 86, dovrebbe farsi riferimento altresì, oltre che alla perdita di diritti patrimoniali, anche "alla perdita di diritti indissolubilmente legati al possesso della quota o delle azioni".

⁸⁴ Vd. A. VICARI, (nt. 2), p. 325, nt. 52.

società incorporata non "sopravalutata"⁸⁵. Inoltre è da valutarsi anche come considerare i benefici che gli azionisti, ancorché lesi dalla fusione, abbiano conseguito *medio tempore*, quali ad esempio dividendi, che altrimenti avrebbero potuto non essere distribuiti, incrementi del valore delle partecipazioni legati a sinergie successivamente emerse etc. Queste problematiche risultano evidentemente di maggiore momento con riferimento alle società quotate⁸⁶ in ragione della maggiore velocità e frequenza delle transazioni. In conclusione, è difficile immaginare che l'interesse dei soci leso dalla fusione sia ristorato integralmente a mezzo dei summenzionati rimedi giudiziali sia per il gravoso onere finanziario che il loro esercizio implica per il socio, sia per la difficoltà di soddisfare lo standard probatorio in relazione a fattispecie puntuali di inadempimento⁸⁷.

7. Il diritto di recesso

⁸⁵ Sebbene la diluizione sia connaturale allo schema della fusione, "resta il confine tra legittima negoziazione delle condizioni della fusione in vista dei benefici della concentrazione e ingiustificata lesione del diritto individuale all'assegnazione della partecipazione sostitutiva, in base ad una valutazione equa di quella commutata", così C. SANTAGATA, (nt. 83), p. 1529. Secondo tale autore per calcolare il danno emergente e il lucro cessante si dovrà avere a mente la data della decisione.

⁸⁶ Per un'analisi di alcune problematiche nella determinazione del danno in relazione all'inadempimento dell'obbligo di OPA, vd. C. MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di OPA*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 1333 ss. Sebbene tali riflessioni si riferiscano ad una fattispecie palesemente diversa dal danno da fusione, ritengo che *mutatis mutandis* possano essere estese a questa quantomeno, ma non esclusivamente, sotto il profilo generale del danno da perdita di *chance*, del riferimento temporale, della legittimazione attiva e delle incertezze relative alla determinazione dell'ammontare del danno.

⁸⁷ C. SANTAGATA, (nt. 83), p. 1537.

In questo paragrafo si analizzerà puntualmente la disciplina del rimedio c.d. di *exit* a disposizione degli azionisti di s.p.a.: il diritto di recesso, disciplinato principalmente dagli artt. 2437 c.c. e ss. Se ne evidenzieranno in particolare le caratteristiche in relazione agli altri rimedi descritti in precedenza e si cercherà di dimostrarne la maggiore efficacia ai fini della protezione degli azionisti cui tali rimedi sono rivolti. Data la vasta letteratura sul tema, proposito di questo lavoro non è di offrire un'analisi monografica dello strumento, bensì – come detto – di metterne in evidenza le peculiarità in relazione alle fusioni transfrontaliere, cercando soluzioni ad alcune problematiche che potrebbero presentarsi nella pratica.

Il recesso tutela "l'interesse individuale del socio a sciogliere il vincolo societario, monetizzando la propria partecipazione, in presenza di vicende che incidono in modo particolarmente significativo sull'assetto organizzativo"⁸⁸. Inteso nel suo complesso, però, l'istituto rileva anche dal punto di vista della società: esso si pone sì come strumento di protezione

⁸⁸ A. PACIELLO, *sub art. 2437*, in *Commentario*, G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004, p. 1105. Sebbene risulti difficile individuare un'unica *ratio* in relazione alle diverse circostanze che legittimano il recesso, la definizione qui richiamata sembra però ricomprenderne un numero consistente, cui è possibile ricondurre il recesso a seguito di una fusione transnazionale "in uscita" di cui all'art. 5 del d.lgs. n. 108/2008, cfr. A. DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, O. CAGNASSO – L. PANZANI (diretta da), 2010, pp. 1421 ss. Risponderà evidentemente ad un interesse differente l'ipotesi di recesso in caso di società costituita a tempo indeterminato, vd. *infra*. La possibile caratterizzazione molteplice dell'istituto ha portato diversi autori ad assumere posizioni composite, per una ricostruzione in chiave critica delle diverse teorie che sono state formulate circa la *ratio* del recesso, vd. C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, 2009, pp. 99 ss.

Come si evidenzierà con maggiore dettaglio nel prosieguo del lavoro, la riforma del diritto societario sembra aver superato la concezione del recesso come forma di opposizione unilaterale del socio volta allo scioglimento del vincolo sociale, bensì sembra considerarlo quale strumento per "riconsiderare l'investimento" in presenza di mutamenti delle condizioni dello stesso, A. TUCCI, *Illegittimità dell'esercizio del recesso e responsabilità della banca*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, pp. 20 ss.; cfr. P. SPADA, *Relazione di sintesi*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, C. MONTAGNANI (a cura di), 2004, pp. 271 ss.

dell'interesse del socio a pretendere il rimborso della partecipazione, ad un valore equo, ma altresì punta a mediare quest'ultimo con l'interesse della società a non subire una diminuzione del patrimonio sociale che possa minacciarne l'integrità. Nel modellare la protezione del socio si devono inoltre tenere in considerazione gli altri interessi meritevoli di tutela dello stesso, e cioè (i) alla prosecuzione del rapporto sociale per tutta la programmata durata della società incorporante o risultante dalla fusione; (ii) a scongiurare una sottovalutazione della sua partecipazione in sede di determinazione del rapporto di cambio. Di contro, non sembrano meritevoli di tutela gli interessi del socio (i) all'immutabilità della struttura sociale; (ii) all'invariabilità della sua partecipazione proporzionale al capitale sociale⁸⁹.

In Italia, la riforma del diritto societario del 2003 è stata certamente orientata nel senso di ampliare l'ambito applicativo di tale strumento⁹⁰. La disciplina *ante* riforma prevedeva solo tre casi al verificarsi dei quali il socio - di società non quotata - aveva il diritto di ottenere il rimborso delle proprie azioni: cambiamento dell'oggetto sociale, trasformazione del tipo di società e trasferimento della sede all'estero. L'istituto, però, non ha avuto diffuso rilievo pratico per due ragioni: il ristretto numero di ipotesi in cui era possibile attivarlo e soprattutto per i criteri di liquidazione della partecipazione che generalmente pregiudicavano le ragioni del

⁸⁹ C. SANTAGATA, (nt. 10), pp. 473 ss., cui si rinvia anche per le relative argomentazioni e i riferimenti bibliografici. In sintesi, con riferimento alla mutabilità della disciplina e della struttura sociale, questa appare come un diritto patente dei soci in ragione dell'adeguamento alle "contingenti esigenze del perseguimento dell'interesse sociale". Quanto alla distribuzione delle azioni in modo non proporzionale, esso è "un effetto naturale della fusione, correlato con la redistribuzione delle partecipazioni sulla base del rapporto di cambio che sarà programmato e deciso".

⁹⁰ In generale, il d.lgs. n. 6/2003, a fronte di un ampliamento del potere gestorio, ha in genere rafforzato la tutela dell'azionista nei confronti degli amministratori, cfr. P. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, 2004, p. 470, 474.

recedente⁹¹. Da questi elementi era possibile evidenziare un sostanziale disfavore del legislatore nei confronti di tale diritto, che rivestiva appunto carattere del tutto eccezionale⁹². Inoltre, la giurisprudenza riteneva che il diritto di recesso non fosse statutariamente suscettibile di estensione ad ipotesi diverse rispetto a quelle espressamente contemplate⁹³. Va però segnalato che l'art. 13 della l. n. 149/1992 aveva introdotto un'ulteriore ipotesi di recesso per i soci di società quotate che avessero dissentito alla delibera di fusione in una società con azioni non quotate⁹⁴. Tale norma, però, ha avuto uno sviluppo particolarmente travagliato: venne

⁹¹ G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 6*, 1993, p. 137; G. PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, pp. 112 ss.; D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, 2000, *passim*; G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, 1973, pp. 154 ss.; G. NICCOLINI, *Recesso per giusta causa del socio di società di capitali?*, in *Riv. dir. Comm.*, 1992, II, pp. 73 ss. Nelle società non quotate, la partecipazione del recedente veniva liquidata in proporzione al patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio (c.d. valore di libro), che nella maggior parte dei casi risultava sensibilmente inferiore rispetto al valore di mercato della stessa in virtù del fatto che nella redazione dei bilanci, in Italia si adottava solitamente il criterio del costo storico, anche al fine di proteggere il capitale legale; vd. M. VENTORUZZO, *Experiments in Comparative Corporate Law: the Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market of Rule in the Absence of Effective Regulatory Competition*, in *European Company and Financial Law Review*, 2005, p. 244, nt. 106.

Si può poi aggiungere tra i motivi dell'insuccesso dell'istituto, la previsione di termini "giugulatori" per la comunicazione della dichiarazione di recesso (*i.e.* tre giorni dalla chiusura dell'assemblea che legittimava l'esercizio del diritto).

Infine, si potrebbe sostenere che per quanto concerne la trasformazione e il trasferimento della sede all'estero, queste sono cause che rilevano particolarmente con riferimento, non tanto ad operazioni nazionali, quanto ad operazioni transfrontaliere, fenomeno quest'ultimo che sicuramente non ha avuto sino ad oggi un significativo sviluppo.

⁹² G. GRIPPO, *Recesso del socio, valutazioni di bilancio e tutela delle minoranze nelle società di capitali*, in *Giur. it.*, 1974, I, p. 872; V. SALAFIA, *Osservazioni in tema di recesso di un socio della società per azioni per deliberazioni modificatrici dell'oggetto sociale*, in *Mon. Trib.*, 1972, p. 5.

⁹³ Cass. 28 ottobre 1980, n. 5790, in *Mass. Giust. Civ.*, 1980, pp. 2427 ss.; Trib. Como, 11 ottobre 1993, in *Le Società*, 1994, p. 248. In questo senso vd. anche G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale, 2. Diritto delle Società*, 2002, pp. 455 ss.

⁹⁴ Per un commento vd. R. WEIGMANN, *La nuova legge italiana sulle offerte pubbliche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, pp. 428 ss.

rapidamente abrogata dall'art. 131 TUF⁹⁵, a sua volta sostituito dal nuovo articolo 2437-*quinquies* c.c.⁹⁶. Quest'ultimo prevede la possibilità per i soci di società quotate, che non abbiano concorso alla delibera di esclusione dalla quotazione, di recedere. La suddetta evoluzione porta a ritenere che la modifica sostanziale che anche originariamente era idonea di per sé ad attivare il recesso era il c.d. *delisting* e non già la fusione (o la scissione), che rappresentava un semplice strumento di realizzazione dello stesso⁹⁷.

Oltre a quest'ultima norma, la riforma ha sensibilmente modificato altresì la disciplina generale del diritto di recesso⁹⁸, prevedendo ipotesi distinte per società per azioni e per società a responsabilità limitata. Quantunque la Direttiva Fusioni si applichi espressamente alle società di capitali⁹⁹ (e quindi anche alle società a responsabilità limitata), nel presente lavoro ci si concentrerà sulle società per azioni, sulla base di valutazioni pratiche: anche se la politica legislativa europea mira ad estendere i benefici del mercato unico anche alle società di piccole dimensioni¹⁰⁰, allo stato attuale le fusioni transfrontaliere sono un fenomeno ancora numericamente ridotto e che coinvolge quasi esclusivamente società di grosso taglio^{101 102}.

⁹⁵ Per un commento della norma vd. M. NOTARI, *Commento all'articolo 131*, in *La disciplina delle società quotate*, P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI (a cura di), 1999, pp. 1110 ss.

⁹⁶ R. ROSAPEPE, *Modificazioni statutarie e recesso*, in *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, 2003, pp. 303 ss.

⁹⁷ C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 465.

⁹⁸ Per dovere di completezza si precisa che l'art. 2437-*quinquies* c.c. è stato introdotto dal decreto di coordinamento (d.lgs. n. 37/2004) entrato in vigore il 29 febbraio 2004, ossia circa due mesi dopo della riforma, cfr. M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo articolo 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. Comm.*, 2004, pp. 539 ss.

⁹⁹ Art. 1, Direttiva Fusioni.

¹⁰⁰ Vd. la comunicazione della Commissione Europea, COM(2008), 394, "*Small Business Act*"; e la proposta di Regolamento del Consiglio relativo allo statuto della Società Privata Europea, COM(2008), 396, entrambe consultabili sul sito www.europa.eu.

¹⁰¹ Le piccole e medie imprese rappresentano circa il 99% delle società nell'Unione Europea, ciononostante solamente l'8% di queste opera al di fuori dei propri confini

L'articolo 2437 c.c., in tema di s.p.a., prevede quattro categorie di cause di recesso:

- 1) ipotesi ineliminabili di recesso (modifica dell'oggetto sociale, trasformazione, trasferimento della sede sociale all'estero¹⁰³, revoca dello stato di liquidazione, eliminazione di una o più fattispecie di recesso previste dall'art. 2437, c. 2, c.c., modifica dei criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso, modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione). Queste ipotesi, nonostante siano eterogenee, sono sembrate al legislatore della riforma di particolare incidenza sulla posizione del singolo socio;
- 2) ipotesi suppletive di recesso (proroga del termine di durata della società e introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle

nazionali e solamente il 5% ha società controllate o *joint-venture* in altri Stati membri, dati reperibili sul sito www.europa.eu.

¹⁰² Per un'analisi del diritto di recesso nelle s.r.l. si rinvia *ex multis* a M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, pp. 434 ss.; L. ENRIQUES – S. SCIOLLA – A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pp. 745 ss.

¹⁰³ Tale previsione è stata considerata da alcuni commentatori anacronistica alla luce dell'internazionalizzazione dei mercati e non coerente con gli obiettivi comunitari di assicurare la libera circolazione all'interno degli Stati membri, cfr. M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2437*, in *Il nuovo diritto societario*, G. COTTINO – G. BONFANTE – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI (a cura di), 2004, p. 1396; D. GALLETI, *Una proposta di riforma del diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 777. In realtà, la regola si giustifica, coerentemente con la ricostruzione del recesso su esposta, in virtù della necessità di tutela del socio a seguito delle conseguenze profonde che il trasferimento della sede potrebbe comportare per l'investimento dello stesso, *in primis* il cambiamento della disciplina applicabile, vd. T. BALLARINO, *Sulla mobilità delle società nella Comunità Europea. Da Daily Mail a Uberseering: norme imperative, norme di conflitto e libertà comunitarie*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 669 ss.; M.V. BENEDETTELLI, *"Mercato" comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano*, in *Riv. soc.*, pp. 699 ss. In senso favorevole alla norma, vd. ASSONIME, circolare n. 68/2005, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1397.

azioni). Tali ipotesi possono essere soppresse dall'atto costitutivo¹⁰⁴;

3) recesso nelle società costituite a tempo indeterminato non quotate;

4) ipotesi di recesso previste nello statuto. Questa possibilità è però ammessa solo per le società che non fanno ricorso al capitale di rischio, nei confronti delle quali l'esigenza di agevolare l'*exit* del socio è particolarmente avvertita.

E' evidente come il legislatore abbia inteso spostare il bilanciamento degli interessi maggiormente, rispetto alla disciplina previgente, in favore delle minoranze che dissentano dalle politiche societarie, ma il giudizio complessivo sull'effettività del sistema remediale rimane ancora pendente¹⁰⁵. L'ampliamento delle possibilità di *exit* per il socio

¹⁰⁴ Per una critica alla scelta legislativa, vd. P. PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 521, "la proroga del termine di durata della società e l'introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni comportano rispettivamente un prolungamento della durata dell'investimento nell'impresa comune e maggiori difficoltà nell'alienazione delle partecipazioni sociali; sono queste vicende che incidono sulla posizione del socio in maniera più rilevante di diverse fattispecie previste dall'art. 2437, c. 1, c.c. in cui il diritto di recesso non può essere escluso da una diversa disposizione statutaria e, pertanto, non sembra giustificato tale affievolimento del diritto di *exit*".

¹⁰⁵ Cfr. M. VENTORUZZO, (nt. 92), p. 245, "*it cannot be said that the new rules regarding withdrawal rights have significantly extended the ability of shareholders to vote with their feet*", (non si può dire che le nuove norme concernenti il diritto di recesso abbiano significativamente ampliato la possibilità per gli azionisti di "esprimere il proprio dissenso attraverso il voto"), poiché la maggioranza potrebbe modificare a proprio vantaggio i criteri di determinazione del valore di recesso e, seppur vero che ciò determinerebbe a sua volta causa legittima di esercizio del suddetto diritto, la modifica statutaria potrebbe essere apportata in un momento di particolare prosperità per la società durante il quale sarebbe difficilmente ipotizzabile che gli azionisti decidano di recedere dalla stessa.

Per una critica circa la scelta di ampliare il novero delle cause di recesso, in una misura che non ha riscontro in alcun Paese membro, vd. G.B. PORTALE, *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal Governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, pp. 701 ss.

minoritario¹⁰⁶ è stata salutata anche come il contraltare alla maggiore

¹⁰⁶ Come visto in precedenza, infatti, lo statuto può prevedere ulteriori ipotesi di recesso senza particolari limitazioni. L'unico limite che sembra poter incontrare è rappresentato dalla previsione del recesso *ad nutum* al di fuori del caso della società costituita a tempo indeterminato (ipotesi, peraltro, alquanto rara nella prassi, cfr. L. ENRIQUES, *Audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze riunite in tema di Riforma del diritto societario*, 27 novembre 2002, p. 4, disponibile sul sito www.ssrn.com, il quale afferma: "La previsione di un diritto di recesso in caso di società a tempo indeterminato rende praticamente inutilizzabile la possibilità di non prevedere un termine di durata"). Le ragioni di tale considerazione devono essere ricercate nel tenore letterale dell'art. 2437, c. 4, c.c., nella parte in cui prevede la possibilità che lo statuto contempli "ulteriori cause di recesso" (indicate specificamente nell'atto sociale) e questo non è il caso del recesso *ad nutum*, che appunto non prevede cause per il suo esercizio. Il recesso potrebbe quindi essere esercitato anche dall'azionista di maggioranza, il che potrebbe comportare per la società un vero e proprio dissesto; inoltre, l'ipotesi di recesso in parola ha come giustificazione l'avversione del legislatore per i vincoli non temporalmente definiti (come nel caso della società a tempo indeterminato), esigenza che non è possibile riscontrare in una società a termine (a meno che il termine non sia artatamente remoto e tale da poter essere considerato di fatto indeterminato, cfr. M. VENTORUZZO, *Criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 330; M. CALLEGARI, (nt. 100), pp. 1389 ss.; A. MORANO, *Analisi delle clausole statutarie in tema di recesso alla luce della riforma della disciplina delle società di capitali*, in *Riv. not.*, 2003, p. 312. Nel senso che una durata della società che ecceda la prevedibile vita umana debba considerarsi indeterminata, Trib. Varese, 26 novembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 473 ss., confermata da App. Milano, 21 aprile 2007, in *Le Società*, 2008, pp. 1121 ss.). Infine, il diritto di recesso trae fondamento da esigenze di tutela dell'integrità del patrimonio sociale, le quali sono difficilmente conciliabili con le considerazioni espresse in tema di recesso *ad nutum*, il quale appunto tutela altre esigenze; così P. PISCITELLO, *Recesso del socio*, in *Riv. dir. Soc.*, 2008, p. 45. In senso conforme, M. BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, 3, p. 207. *Contra*, ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, 2004, p. 236; A. BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. imp.*, 2004, pp. 1125 ss.; S. CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nelle S.r.l.*, in *Riv. dir. Comm.*, 2004, I, pp. 497 ss. In sede di discussione parlamentare, F. VELLA, *Audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze riunite sullo schema di decreto recante "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366"*, 26 novembre 2002, sottolineava come una simile previsione potrebbe trasformarsi in una continua e incontrollabile minaccia per l'integrità del patrimonio aziendale, rafforzando le preoccupazioni di un sostanziale indebolimento delle imprese costrette ad un forzoso accantonamento di risorse nella prospettiva di subire onerosi esborsi per far fronte al recesso dei soci. Alcuni rilievi critici sono sollevati da M. VENTORUZZO, *supra* in questa nota, pp. 339 ss. secondo il quale le argomentazioni volte ad escludere l'ammissibilità del recesso *ad nutum* in statuto non sarebbero decisive ed inoltre tale divieto potrebbe essere agevolmente aggirato con la previsione di clausole che producano, di fatto, il medesimo risultato. Nel senso della legittimità di un recesso liberamente azionabile, salvo il necessario preavviso di 180 giorni di cui all'art. 2437, c.

libertà di azione riconosciuta all'autonomia statutaria, la quale ha rappresentato una delle direttrici della riforma delle società di capitali. La disciplina del recesso *ante* riforma aveva come obiettivo principale quello di dare stabilità all'investimento, a garanzia del "sistema delle imprese"¹⁰⁷. Il legislatore del 1942, cioè, aveva in mente la società commerciale come un apparato unico, in cui gli azionisti perdevano di individualità, almeno sotto il profilo dei singoli investimenti, in favore di un interesse collettivo. In altre parole, l'apporto del socio veniva visto come inscindibilmente legato alla società e l'eventuale disinvestimento parziale rischiava di rappresentare una diminuzione in termini assoluti delle risorse del sistema *de quo*, in quanto il capitale ottenuto difficilmente sarebbe stato reintrodotta attraverso un re-investimento in altre strutture imprenditoriali. L'evoluzione dei mercati e del sistema economico generale italiani ha sensibilmente modificato l'approccio del legislatore nei confronti del diritto di recesso. E' altamente probabile, infatti, che le risorse sottratte all'investimento attraverso l'esercizio del recesso siano reintrodotta nel sistema produttivo e non quindi lasciate improduttive.

3, c.c., vd. Massima n. 74, Orientamenti notarili in materia societaria, a cura della Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano.

Secondo F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 503, inoltre, "le clausole consentite all'autonomia privata [sono] quelle (e soltanto quelle) che rimandino comunque a mutamenti o eventi di natura organizzativa della società e, in quanto tali, incidenti sulle condizioni di rischio dell'investimento". Il quale aggiunge: "la libertà in materia statutaria non [è] illimitata, ma il suo esercizio [deve] coniugarsi con le finalità sottese alla nuova disciplina del recesso e, dunque, non [può] spingersi al punto di dare rilevanza a fatti o interessi estranei all'assetto organizzativo della società". Appare inoltre auspicabile, se non necessario, che le ulteriori cause di recesso statutariamente previste siano ancorate "a precisi e circoscritti presupposti obiettivamente riscontrabili", cfr. M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 395; in questo senso vd. anche A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 372; A. DI LIZIA, *Il diritto di recesso. I casi legali e convenzionali, modalità di esercizio e di rimborso*, in *La riforma delle società. Aspetti applicativi*, 2004, p. 394.

¹⁰⁷ V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, p. 224.

Ridimensionate pertanto le "esigenze di tutela dell'investimento", il legislatore ha guardato con maggior favore allo strumento del recesso per tutelare le minoranze in caso di decisioni capaci di alterare sensibilmente le condizioni di rischio dell'impresa sociale¹⁰⁸. Nella nuova disciplina del diritto di recesso è altresì riscontrabile una funzione più ampia, ossia di strumento di dibattito e contrattazione endosocietaria, per attivare un negoziato tra maggioranza e minoranze (di un qualche rilievo) in occasione di singole scelte aziendali o societarie; ciò, almeno nelle intenzioni del legislatore, dovrebbe permettere una migliore allocazione delle risorse finanziarie¹⁰⁹. In altre parole, ad oggi è riscontrabile una doppia anima del diritto di recesso: da un lato strumento di *exit*, ossia di tutela del socio di minoranza a mezzo del disinvestimento, dall'altro lato

¹⁰⁸ F. CHIAPPETTA, (nt. 107), p. 489.

¹⁰⁹ V. DI CATALDO, (nt. 108), p. 224. Tale tesi trova conforto in alcune disposizioni normative quali l'obbligo di informativa pre-assembleare in relazione a determinate decisioni (ad esempio, la determinazione del valore delle azioni in caso di recesso ex art. 2437-ter, c. 5, c.c. e, in tema i fusioni, il deposito della documentazione di cui all'art. 2501-septies c.c.); o la possibilità per la società di revocare, entro 90 giorni, la delibera che ha dato origine al recesso, vd. G. ZAGRA, *Termine di revoca della delibera che ha legittimato il recesso nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2007, pp. 751 ss.; S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, C. MONTAGNANI (a cura di), 2004, pp. 132 e 154 ss. E' stato però osservato che la dialettica endosocietaria che dovrebbe essere stimolata dal recesso è una mera possibilità; la maggioranza azionaria, infatti, potrebbe adottare, senza consultare il resto della compagine, tutte le decisioni che ritiene opportune, salvo poi revocarle ricostituendo lo *status quo ante* qualora l'esercizio del diritto di recesso degli altri soci si riveli pregiudizievole sotto il profilo patrimoniale. Inoltre, i soci che non abbiano votato in favore della delibera potrebbero essere costretti ad esercitare il recesso per rendere la minaccia concreta, in tal caso, però, non potrebbero più tornare sui propri passi, rimanendo così estromessi nel caso in cui la società dia esecuzione alla delibera. Ricostruito in questi termini, il potere di *voce* delle minoranze appare come funzione eventuale, nel caso in cui spinga ad una maggiore condivisione delle decisioni, ma non necessariamente come *ratio* caratterizzante il recesso, cfr. C. FRIGENI, (nt. 88), pp. 114 ss.

strumento di *voice*, ossia di dibattito per la rinegoziazione del programma societario¹¹⁰.

Come anticipato, il diritto di recesso dovrebbe trovare ampio spazio nell'ipotesi di fusioni *cross-border*, ancorché la fusione non sia espressamente annoverata tra le cause autonome di recesso previste dall'ordinamento¹¹¹. Tali operazioni, infatti, specialmente quando a carattere transfrontaliero, potrebbero ragionevolmente implicare la trasformazione della società, il trasferimento della sede all'estero, la modifica dei criteri di determinazione del recesso o la modifica dell'oggetto sociale (anche se quest'ultima causa sembra meno legata alla circostanza della transnazionalità dell'operazione). Sebbene si siano levate alcune voci contrarie¹¹², è opinione diffusa che qualora una fusione comporti il verificarsi di una causa di recesso, questa abbia rilevanza autonoma per il socio ai fini dell'esercizio del relativo diritto. In altre parole, il diritto di recesso compete agli azionisti che non hanno concorso alle deliberazioni di

¹¹⁰ La distinzione tra i due rimedi è stata elaborata da A.O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, 1970, pp. 4 ss. In realtà la classificazione è originariamente legata ai rimedi a disposizione dei clienti (ma viene estesa anche ai soci) per lamentare eventualmente difetti dei prodotti o dei servizi offerti dalle imprese. L'*exit* rappresenterebbe la possibilità per tali soggetti di non comprare più tali prodotti/servizi e rivolgersi pertanto ad imprese concorrenti; il rimedio di *voice* consisterebbe invece nella protesta diretta al *management* della società, che dovrebbe portare i responsabili a ricercare le cause dell'insoddisfazione e risolverle. Quest'ultimo rimedio, a differenza del primo, si caratterizza per la possibilità di graduare la propria intensità.

M. FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, 1962, p. 91, considera il rimedio di *exit* il più efficiente, data la difficoltà di esprimere la propria "voce" attraverso gli "scomodi" canali politici (quest'ultimo rimedio è definito come l'azione politica per eccellenza).

¹¹¹ Tale scelta appare assolutamente condivisibile ed è espressione del *favor* espresso dal legislatore nei confronti di tale strumento, il quale, sebbene possa avere conseguenze sulle caratteristiche di rischio e rendimento dell'investimento, è volto in genere a creare valore (con benefici anche per la collettività), cfr. considerazioni esposte nel capitolo I del presente lavoro. Pertanto una fusione tra società dello stesso tipo ed operanti nello stesso settore non comporta di per sé il diritto di recesso, cfr. Cass. 6 giugno 2003, n. 9100, in *Le Società*, 2003, p. 1488.

¹¹² G. FERRI, (nt. 49), p. 986; così anche R. FRANCESCHELLI, (nt. 49), p. 148.

fusione tutte le volte in cui queste implicino per la singola società cui partecipano, quantunque indirettamente, un cambiamento significativo nell'assetto della società, che legittimi il recesso ai sensi della relativa disciplina¹¹³. Tale considerazione può ricevere supporto anche da una argomentazione *a contrario*: se si escludesse l'applicabilità del recesso in caso di fusione, si violerebbe la tutela apprestata ai soci dall'ordinamento e la maggioranza potrebbe agevolmente ricorrere a tale operazione, ad esempio con una società precipuamente costituita, per aggirare la norma in parola¹¹⁴. Si noti infine che le cause di recesso avranno generalmente rilevanza per la società incorporata, mentre non dovrebbero incidere sulla posizione dei soci dell'incorporante, nei confronti dei quali l'ordinamento non ha individuato l'esigenza di riconoscere il diritto di recesso per assenza dei presupposti che lo legittimano. Nell'ipotesi paradigmatica di fusione transfrontaliera, la società incorporante vedrà infatti semplicemente ampliata la propria base azionaria (con probabile diluizione degli azionisti pre-esistenti) e patrimoniale, ma non la modifica sostanziale del proprio assetto organizzativo. Il riferimento per la verifica circa la presenza di eventuali cause di recesso dovrà comunque essere l'atto costitutivo programmato nel progetto di fusione¹¹⁵.

¹¹³ P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, p. 46; A. SERRA, (nt. 1), p. 251. In senso adesivo vd. ASSONIME, circolare n. 68/2005, (nt. 104), pp. 1396 ss. Con riferimento al cambiamento dell'oggetto sociale anche la giurisprudenza si è espressa in questo senso: vd. Trib. Venezia, 18 marzo 1966; App. Venezia, 13 novembre 1970, in *Foro it.*, 1971, I, p. 755; App. Milano, 12 marzo 2002, in *Giur. it.*, 2002, p. 2103.

¹¹⁴ C. SANTAGATA, (nt. 1), p. 246.

¹¹⁵ Tale conclusione è pacificamente accolta in dottrina, cfr. C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 467; A. SERRA, (nt. 1), pp. 351 ss.; G. TANTINI, (nt. 92), pp. 293 ss.; D. GALLETI, (nt. 92), p. 233; G. GRIPPO, (nt. 92), pp. 161 ss.; P. MARCHETTI, (nt. 114), p. 46; M. NOTARI, (nt. 96), p. 1102; G.F. CAMPOBASSO, (nt. 94), p. 619.

8. Considerazioni conclusive

Alla luce delle considerazioni su esposte, il recesso potrebbe essere considerato lo strumento più efficace ai fini della protezione degli azionisti di minoranza che ritengano di aver subito un pregiudizio (anche solo in termini di modifica delle condizioni di investimento) in virtù dell'approvazione di un'operazione di fusione *cross-border* da parte della maggioranza societaria. Esso sembra inoltre essere il rimedio che meglio si attaglia alla complessità della struttura societaria. Tali considerazioni poggiano su diverse basi: *in primis* la certezza e la tempestività della tutela¹¹⁶; i rimedi reali, come ad esempio l'impugnazione delle delibere, come si è visto, godono di sempre minore rilevanza sia a livello nazionale, sia a livello comunitario, a vantaggio di una cristallizzazione degli effetti delle decisioni sociali, nel rispetto del principio maggioritario. Il ridotto margine di operatività di cui godono questi rimedi - in particolare in ragione dell'impossibilità di pronunciare l'invalidità della fusione a seguito della sua iscrizione (anche *ante diem*) - lascia difficilmente ipotizzare un massiccio ricorso ad essi, da parte degli azionisti, per vedere protetti i propri interessi. Per quanto concerne invece i rimedi obbligatori, i soci che intendano ricorrervi dovrebbero comunque affrontare i tempi giudiziali, al termine dei quali si vedrebbero riconosciuto esclusivamente il danno eventualmente dimostrato (comunque mai superiore al danno effettivamente cagionato); pertanto se il profitto atteso superasse il

¹¹⁶ In questo senso, anche se con riferimento al diritto di recesso in tema di direzione e coordinamento di società *ex art. 2497-quater c.c.*, M. VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso in caso di direzione e coordinamento di società (art. 2497-quater, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 1179.

danno, la minaccia rappresentata dal risarcimento non svolgerebbe alcuna funzione di deterrenza nei confronti della società¹¹⁷. Questo sistema appare evidentemente non soddisfacente per il socio inteso soprattutto come investitore.

Il rimedio di *exit*, invece, sembra cogliere maggiormente le esigenze proprie di una moderna economia capitalistica. L'azionista di minoranza, infatti, difficilmente sarà attivo nella gestione societaria; il suo apporto dovrà più che altro essere considerato come un apporto di capitali (nella prospettiva della massimizzazione del proprio ritorno economico). Visto sotto questa luce, il socio di minoranza non avrà un particolare interesse a possedere azioni di una società piuttosto che di un'altra, avrà invece interesse a conseguire il miglior bilanciamento tra prospettive di guadagno e rischi che egli è disposto ad assumere, secondo le esigenze del proprio *portfolio*. Questo funzione del recesso è particolarmente esplicitata all'art. 2497-*quater*, c. 1, lett. a), c.c. allorché si fa riferimento all'alterazione sensibile e diretta delle condizioni economiche e patrimoniali della società [soggetta ad attività di direzione e coordinamento], la quale legittima il recesso¹¹⁸. Il recesso permette al socio di non essere "prigioniero della

¹¹⁷ D. GALLETTI, *sub art. 2437*, in *Il nuovo diritto delle società*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), 2005, p. 1479, il quale, richiamando la dottrina gius-economica, sostiene che la giustizia civile italiana sia "inefficiente" in quanto la sanzione, anche se irrogata nella misura massima, è idonea ad esercitare una forma di "pressione" sui comportamenti infedeli, anche per l'assenza dei c.d. danni punitivi, cfr. G.K. HADFIELD, *Judicial competence and the interpretation of incomplete contracts*, in *Journal of Legal Studies*, 1994, p. 267. L'Autore cita altresì lo studio di L. PANZANI, *Responsabilità degli amministratori: rapporto di causalità tra atti di mala gestio e danni*, in *Giust. Civ.*, 1989, II, p. 86, che testimonia le difficoltà di accertamento del danno nelle azioni di responsabilità contro amministratori e sindaci. Alla luce di queste considerazioni "è arduo immaginare che la prospettiva del risarcimento del danno ponga il soggetto economico nella c.d. curva di indifferenza, che rafforza il rispetto delle pattuizioni intraprese".

¹¹⁸ Nell'analisi della norma, parla espressamente di modifiche che influiscano sul *risk/earning ratio* (coefficiente patrimoniale del rapporto tra rischio e rendimento) M. VENTORUZZO, (nt. 47), p. 23, il quale chiarisce che è assolutamente irrilevante se l'incidenza su tale indice sia positiva o negativa ai fini del recesso in quanto – per le

società" e di "uscire" da questa per poter investire i relativi capitali in un'altra società che meglio soddisfi i parametri di investimento scelti. Tale caratteristica è ancor più evidenziata dalla possibilità di recedere solo parzialmente, scelta che appare giustificata dall'esigenza di diversificazione, attraverso il disinvestimento e il reimpiego della liquidità in altre iniziative¹¹⁹. Qualora si tratti invece di un socio che, sebbene non di maggioranza, comunque si identifichi nel *business* di una determinata impresa (per ragioni storiche, di conoscenza del mercato o altro) e che quindi si presume abbia una partecipazione piuttosto rilevante, a tale azionista il diritto di recesso attribuirà, seppur indirettamente, un potere di *voice* e quindi di partecipazione attiva nell'assunzione delle decisioni societarie: quanto più rilevante sarà la partecipazione detenuta, tanto più efficace sarà la minaccia di esercizio del diritto di recesso. I benefici di una contrattazione endosocietaria, ancorché "indotta" più che spontanea, come nell'esempio in questione, sono stati da più parti evidenziati: il diritto di recesso è stato considerato strumento utile, se non indispensabile, di contrattazione tra soci¹²⁰ perché in grado di comporre

strategie di investimento dell'azionista di minoranza – anche una riduzione del rischio potrebbe risultare dannosa.

Con riferimento al diritto di recesso *tout court*, F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, F. GALGANO (diretto da), XXIX, 2003, p. 591, afferma che esso è riconosciuto "di fronte a modificazioni statutarie che rivestano particolare gravità, tutte riconducibili ad una alterazione profonda delle condizioni di rischio presenti al momento dell'adesione del socio alla società".

¹¹⁹ D. GALLETTI, (nt. 118), p. 1498, il quale argomenta ulteriormente aggiungendo che "quando il legislatore ha valutato la partecipazione in società come un valore tendenzialmente differente dal mero investimento, come avviene per il socio cooperatore, l'esercizio parziale del diritto è escluso".

Tale considerazione appare altresì avallata dalla relazione accompagnatoria al d.lgs. 6/2003: "Posto che la nuova disciplina della s.p.a. tende a porre al suo centro l'azione, piuttosto che la persona del socio, si è ritenuto di consentire il recesso per una parte della partecipazione, ritenendo coerente che, mutato il quadro dell'operazione, il socio voglia rischiare di meno ma continuare ad essere socio".

¹²⁰ C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2003, p. 73.

democraticamente interessi divergenti, quali la necessità di modifiche funzionali e organizzative per la migliore allocazione della ricchezza comune e la conservazione dell'assetto pregresso "in nome di un pregiudizio nelle ragioni individuali o di categoria"¹²¹. In altre parole, sebbene la maggioranza cercherà presumibilmente di adottare decisioni senza coinvolgere le minoranze, queste potranno utilizzare lo strumento del recesso per pretendere di partecipare alla fase decisionale delle strategie societarie, con evidenti benefici in termini di certezza del diritto e di effettività di tutela¹²². Le considerazioni espresse sin'ora in favore del diritto di recesso meritano un ripensamento in relazione alle società quotate. Come detto, il recesso, nella sua accezione principale di strumento di *exit*, è un diritto la cui esigenza è particolarmente sentita allorché, in presenza di modifiche sostanziali che potrebbero mutare le prospettive di redditività, le caratteristiche della partecipazione o alterare profondamente le condizioni di rischio presenti al momento dell'adesione del socio alla società, il socio intenda dismettere il proprio investimento, ma ciò non risulti agevole. Questo è l'esempio delle società c.d. chiuse, le cui azioni non hanno un mercato in cui essere scambiate. Al contrario, nelle società quotate e in quelle che hanno titoli diffusi sul mercato, il socio che intenda "uscire" da una società potrà rapidamente farlo attraverso il trasferimento della propria partecipazione ad un prezzo – appunto – di mercato. La struttura delle società a larga base azionaria, però, mal si concilia con il recesso: il rischio di un esercizio congiunto da

¹²¹ A. PACIELLO, (nt. 88), p. 1107.

¹²² Si tratterebbe infatti di una tutela ulteriormente anticipata anche rispetto al diritto di *exit*, il cui esercizio potrebbe comportare comunque dei costi di transazione, ad esempio nella liquidazione della partecipazione. In favore, almeno in linea teorica, di una soluzione in chiave "politica" – e quindi attraverso la contrattazione interna – vd. A.O. HIRSCHMAN, (nt. 111), pp. 17 ss. Il rimedio di *voice* è visto come tentativo di cambiamento, da preferire rispetto ad una fuga da un non condiviso *status* degli affari.

parte delle minoranze (che rappresentano spesso - in termini assoluti - la maggioranza) del suddetto diritto potrebbe costringere gli amministratori a rinunciare a gran parte delle operazioni anche se condotte nell'interesse sociale¹²³. Ancorché la procedura di liquidazione *ex art. 2347-quater c.c.* miri a spostare solo residualmente il costo della dismissione sulla società, è facilmente immaginabile che una massiccia collocazione sul mercato potrebbe avere ripercussioni notevoli sul valore delle azioni, oltre che sul patrimonio della società, in particolare qualora il costo dovesse essere sopportato da quest'ultima. Nelle società chiuse, invece, il rischio sarebbe decisamente più sopportabile per la società e più coerente con la funzione di *voice* del recesso. Qualora la compagine azionaria di minoranza sia dimensionalmente limitata, questa avrà modo di negoziare con il socio di minoranza i progetti aziendali e societari. Nelle società quotate, di contro, la dispersione dell'azionariato di minoranza precluderebbe la possibilità di tale dialogo. Inoltre, con riferimento al valore di liquidazione delle azioni, l'art. 2437-ter, c. 3, c.c. prevede che per le società quotate esso sia determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti le deliberazioni legittimanti il recesso. Ne discende che, in periodi di contrazione del mercato, i soci potrebbero esercitare strumentalmente il diritto in parola qualora la media dei prezzi degli ultimi sei mesi sia superiore - circostanza alquanto probabile - al corrente prezzo di borsa, in spregio di qualunque valutazione economico-industriale. Per di più, l'eventualità appena descritta potrebbe impedire l'adozione di scelte strategiche significative per la società, particolarmente

¹²³ Tale problematica potrebbe essere ricondotta al più generale tema dell'abuso dei diritti sociali, cfr. A. MORANO, (nt. 107), p. 321, secondo il quale si potrebbe sostenere la configurabilità di un abuso del diritto di recesso ove sia fornita la prova che tale diritto sia stato esercitato fraudolentemente, o ingiustificatamente, o allo scopo di ledere gli interessi della società o dei soci e pertanto in violazione dei normali principi di correttezza, buona fede e lealtà in materia contrattuale.

necessarie in contesti di crisi economica¹²⁴. E' lecito pertanto nutrire qualche dubbio circa l'opportunità di prevedere il diritto di recesso anche in relazione a società quotate.

Alla luce delle precedenti considerazioni, appare apprezzabile la previsione di cui all'art. 2347-*quinquies* c.c. che riconosce il diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso alla delibera di esclusione dalla quotazione. E' altresì condivisibile l'interpretazione secondo la quale la norma non troverebbe applicazione in caso di contestuale quotazione in un mercato regolamentato di un altro Paese membro¹²⁵ (tale è, ad esempio, il caso di una fusione intracomunitaria tra due società quotate). Se infatti la tutela del recesso è riconosciuta per la limitazione della facoltà di *exit* del socio, questa criticità non sembra essere riscontrabile qualora il socio abbia comunque la possibilità di scambiare agevolmente le proprie azioni su un mercato regolamentato che offra le medesime garanzie di quello italiano.

¹²⁴ Le fusioni, infatti, sono uno strumento frequentemente utilizzato durante i periodi di crisi per diverse ragioni: non richiedendo esborsi di capitali per l'acquisizione di partecipazioni azionarie, sono estremamente funzionali in periodi in cui il costo del capitale è particolarmente alto o in periodi caratterizzati da scarsa liquidità. Inoltre, esse permettono alle imprese di ampliarsi dimensionalmente per non perdere competitività, in attesa della ripresa economica. E' da leggere in questo senso la politica *antitrust* adottata da alcuni Paesi, segnatamente gli Stati Uniti, volta appunto a facilitare (o quanto meno a non ostacolare) processi di concentrazione durante i periodi di crisi economica, cfr. H. HOVENKAMP, *Federal Antitrust Policy. The Law of Competition and its Practice*, 1999, pp. 50 ss.; L. PROSPERETTI – M. SIRAGUSA – M. BERETTA – M. MERINI, *Economia e diritto antitrust. Un'introduzione*, 2006, pp. 15 ss.

¹²⁵ M. VENTORUZZO, (nt. 107), p. 333, cui si rinvia anche per la soluzione di alcune questioni interpretative legate all'applicazione della norma; ASSONIME, circolare n. 68/2005, (nt. 100), p. 1400; F. ANNUNZIATA, *Commento all'articolo 133*, in *La disciplina delle società quotate*, P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI (a cura di), 1999, p. 1205; M. DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, 2004, pp. 136 ss.

Oltre alla funzione di *exit* e di *voice*, descritte in precedenza, il diritto di recesso, così come altre norme dettate per la tutela delle minoranze (OPA obbligatoria, azioni di responsabilità contro gli amministratori etc.), potrebbe ulteriormente fungere da strumento di controllo indiretto per l'operato degli amministratori con effetti anche migliori, sotto il profilo della *performance* economica, rispetto ad un coinvolgimento diretto degli azionisti stessi nella gestione sociale, come testimoniato da alcuni studi empirici¹²⁶. Il fenomeno della c.d. "apatia razionale" degli azionisti è infatti una caratteristica delle società a vasta base azionaria, tipicamente riscontrabile nelle moderne economie, nelle quali gli azionisti rinunciano ad intervenire nella gestione dell'attività in cambio di un ritorno economico sotto forma di crescita del valore della partecipazione o di dividendi. Dal punto di vista della società, la struttura del recesso permette inoltre a chi adotta le decisioni di avere chiaro *ex ante* il contesto economico dell'operazione in relazione all'esborso complessivo e ciò facilita sicuramente la pianificazione di strategie organizzative ed economiche che il rischio - ad esempio - di un risarcimento o un rimborso incerto nell'*an* e nel *quantum* potrebbe disincentivare.

Di contro, però, il recesso potrebbe rappresentare un vincolo insormontabile all'adozione di alcune decisioni volte al raggiungimento dell'assetto ottimale, costituendo, di fatto, un potere di veto della minoranza. Questo sarebbe chiaramente in contrasto con il principio maggioritario caratterizzante il diritto societario: obiettivo del legislatore deve essere invece quello di ricercare l'equilibrio migliore tra gli interessi

¹²⁶ M.M. SIEMS, *Shareholders Protection Across Countries – Is the EU on the Right Track?*, 2006, p. 41, disponibile sul sito www.ssrn.com; inoltre, i dati ed i materiali citati nel testo sono rinvenibili sul sito http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/index_en.htm.

individuali del socio e le esigenze corporative¹²⁷; a seconda della sua formulazione, infatti, l'*exit* può essere inteso come baluardo dei diritti delle minoranze o come "lubrificante con il quale ungere le decisioni della maggioranza"¹²⁸. Pur riconoscendo un'ampia casistica di ipotesi di recesso, il legislatore italiano ha avuto a mente la tutela dell'integrità patrimoniale della società nel disciplinare il procedimento di liquidazione della partecipazione in caso di esercizio del diritto (art. 2437-*quater* c.c.). Proposito della norma è di consentire l'uscita dalla società senza depauperarne il patrimonio ed alterare la proporzione delle partecipazioni dei soci¹²⁹. Per realizzare il rimborso delle azioni è previsto un meccanismo a "tappe successive", caratterizzate dal fatto che l'una esclude l'altra, dirette principalmente, da un lato, a mantenere invariati gli equilibri e i rapporti di forza all'interno della società (in questo senso l'opzione accordata ai soci), dall'altro, ad evitare il più possibile la riduzione del capitale sociale, attuabile comunque solo in assenza di opposizione da parte dei creditori sociali¹³⁰. *In primis*, gli amministratori offriranno in opzione le azioni del socio recedente agli altri soci in proporzione alle azioni possedute (art. 2437-*quater*, c. 1, c.c.); questi avranno diritto di prelazione, purché ne facciano contestuale richiesta, nell'acquisto delle azioni che siano rimaste non optate (comma 3). Qualora, a seguito del su descritto procedimento, rimangano delle azioni "vacanti", gli amministratori potranno collocarle presso terzi, su mercati regolamentati

¹²⁷ C. GRANELLI, *Il recesso del socio nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in *Le Società*, 2004, p. 143, il quale definisce il recesso come un "nodo politico" fondamentale della più complessiva disciplina societaria.

¹²⁸ L'espressione è utilizzata - con riferimento all'*appraisal right* statunitense - da B. MANNING, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, in *Yale L. J.*, 1962, p. 230.

¹²⁹ P. PISCITELLO, (nt. 105), p. 526.

¹³⁰ L. SALVATORE, *Il "nuovo" diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. imp.*, 2003, p. 640.

se si tratta di azioni quotate (comma 4). Terminato il procedimento di collocazione presso terzi ed entro centottanta giorni dalla comunicazione del recesso, le restanti azioni dovranno essere acquistate dalla società a mezzo delle riserve disponibili, anche in deroga ai limiti di legge circa l'acquisto di azioni proprie (comma 5). Infine, in mancanza di utili o riserve disponibili, si dovrà procedere al rimborso mediante riduzione del capitale sociale, ovvero allo scioglimento della società (comma 6). L'intero procedimento è strutturato quindi per, almeno nelle intenzioni, tentare di salvaguardare l'integrità patrimoniale della società grazie alla vendita preferenziale agli altri soci e alla successiva offerta ai terzi, sì che la società solo in via residuale dovrà provvedere al rimborso¹³¹. Questo dovrebbe scongiurare, o quanto meno limitare, la preoccupazione espressa dagli studiosi dell'analisi economica del diritto, i quali individuano nel recesso una "sottrazione di valori patrimoniali all'impresa sociale e quindi, almeno potenzialmente, una riduzione della sua efficienza"¹³². E' quindi da considerarsi positivamente la disciplina di cui all'art. 2437-*quater* c.c., ma è lecito formulare alcuni dubbi in merito: se alcuni soci decidono di recedere è perché non condividono la scelta strategica della società, dalla quale invece si presume che l'azionista di maggioranza che abbia adottato la decisione intenda estrarre benefici. Difficilmente quindi gli altri azionisti di minoranza si assumeranno il costo del recesso, lasciandoli più probabilmente ricadere sulla società. Inoltre, molto spesso le fusioni sono una forma di acquisizione senza esborso in denaro, nel senso che ai soci della società "acquisita" vengono date in cambio

¹³¹ A. PACIELLO, (nt. 88), pp. 1106 ss.

¹³² C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, in *La riforma delle società per azioni non quotate*, M. PORZIO – M. RISPOLI FARINA – G. ROTONDO (a cura di), 2000, pp. 58 ss.

azioni¹³³, ne discende quanto non sia affatto immediato che il maggiore azionista decida di/possa sostenere l'acquisto delle azioni dei recedenti. Per quanto concerne la collocazione presso terzi da parte degli amministratori è compito estremamente arduo qualora non si tratti di società quotate - e quindi soggette alle norme di *compliance* per la trasparenza informativa, poste a tutela degli investitori¹³⁴ - in quanto il terzo dovrebbe accettare di investire i propri capitali senza assumere tendenzialmente alcun ruolo decisionale, in una società che presumibilmente non conosce nella sua struttura economica.

9. Ambito di applicazione del recesso in relazione alla costituzione di una Società Europea

Nel presente paragrafo si cercherà di verificare l'applicabilità del diritto di recesso con riferimento ad alcune fattispecie peculiari di

¹³³ La dottrina americana parla di "use of equity as currency", (uso di azioni come moneta di scambio); cfr. G. ANDRADE – M.L. MITCHELL – E. STAFFORD, *New Evidences and Perspectives on Mergers*, 2001 e B.R. HOLMSTROM – S.N. KAPLAN, *Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980s and 1990s*, 2001, entrambi disponibili sul sito www.ssrn.com.

¹³⁴ Oltre l'informativa periodica, l'art. 114 TUF (rubricato "comunicazioni al pubblico") prevede che gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano comunichino al pubblico, senza indugio, le informazioni che, se rese pubbliche, potrebbero influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari di cui all'art. 181 TUF. La Consob stabilisce con regolamento le modalità e i termini di comunicazione delle informazioni. L'Autorità ha dato attuazione a tale rinvio con l'adozione del Regolamento n. 11971/1999. Per un primo commento vd., F. ANNUNZIATA, *Le norme del nuovo regolamento della Consob in materia di informazione societaria. Una prima lettura*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, pp. 495 ss.; cfr. anche P. VALENTINO, *L'informativa societaria. La disciplina informativa degli emittenti dopo il Testo Unico della Finanza*, 1999.

“trasformazione” di società coinvolte nelle fusioni transfrontaliere, in particolare ci si soffermerà sul passaggio da una s.p.a. ad una Società Europea con sede in Italia.

Come visto in precedenza, anche prima del d.lgs. n. 108/2008, la dottrina era orientata nel senso di riconoscere l’applicabilità del diritto di recesso in ipotesi di incorporazione di una s.p.a. italiana in una società di tipo “omologo” di un altro ordinamento¹³⁵, ad esempio una AG tedesca. Le ragioni che legittimavano tale conclusione erano basate sulla circostanza che tale operazione comportava comunque un sensibile cambiamento delle norme applicabili, anche qualora in linea teorica la protezione degli azionisti rimanesse sostanzialmente invariata. Il tema ha perso di interesse in seguito all’introduzione dell’art. 5 del d.lgs. n. 108/2008 che prevede espressamente l’applicabilità del diritto di recesso nel caso in cui la società risultante dalla fusione transfrontaliera sia una società di un altro Stato membro.

Rimane, invece, ancora da chiarire se il diritto di recesso trovi applicazione anche per i soci di una società italiana che dia vita ad una

¹³⁵ Vd. *supra* nt. 49 ed in particolare M. VENTORUZZO, (nt. 47), p. 19. Con riferimento ai diritti dei titolari di azioni di categoria speciale, F. MUCCIARELLI, *Questioni in tema di fusioni transfrontaliere*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 755 ss., sostiene che anche qualora gli azionisti speciali ottengano in concambio azioni della società post-fusione con contenuto identico, il mutamento della *lex societatis* rappresenta, di per sé, un mutamento dei diritti di categoria. Infatti, “anche se il contenuto delle azioni, prima e dopo la fusione, rimane *formalmente* identico, potrebbero manifestarsi differenze riguardo a diritti amministrativi minori o regole societarie non direttamente inerenti l’azione”. Inoltre, alla genesi delle regole concorrono anche altri “formanti” di cui un ordinamento giuridico è composto: la giurisprudenza in primo luogo, ma anche la prassi amministrativa o la dottrina. Inoltre, la *lex societatis* potrebbe in futuro evolvere in maniera diversa rispetto alla legge originaria dell’incorporata. In altre parole, dopo la fusione il socio si trova ad agire in un ambiente giuridico differente da quello originario. Inoltre, parlano espressamente di “trasformazione” comunitaria i giudici del Lussemburgo in relazione ad una fattispecie di mutamento della *lex societatis*, vd. sentenza del 16 dicembre 2008, causa C-210/06, Cartesio Oktató és Szolgáltató bt, punto 122, disponibile sul sito www.curia.europa.eu.

Società Europea (anche "SE" nel prosieguo) con sede in Italia. Come noto, l'integrazione dei patrimoni di società costituite in ordinamenti comunitari diversi può avvenire attraverso una fusione transfrontaliera o mediante costituzione di una Società Europea (procedimento che implica comunque, nella sua realizzazione classica, una fusione, ovvero una trasformazione¹³⁶). Rinviano ad altra sede una disamina più ampia di quest'ultima forma societaria approntata dall'ordinamento comunitario, in questo capitolo si focalizzerà l'attenzione sulle caratteristiche della Società Europea e si cercherà di chiarire se la costituzione di questa implichi una trasformazione delle società italiane coinvolte, rilevante ai sensi dell'art. 2437, lett. b), c.c. Il quesito non è di facile soluzione in quanto non sono riscontrabili differenze patenti tra il modello comunitariamente proposto ed una s.p.a., in quanto il Regolamento n. 2157/2001 ("Regolamento SE") fa ampio ricorso al rinvio ai diritti nazionali per disciplinare la SE¹³⁷, anche se non integralmente, come si vedrà.

Preliminarmente è opportuno sottolineare che il 22esimo considerando del Regolamento SE prevede che ciascuno Stato membro proceda all'instaurazione dei meccanismi necessari a permettere la costituzione ed il funzionamento della SE aventi sede nel suo territorio¹³⁸. Ad oggi, fatta eccezione per il d.lgs. n. 188/2005¹³⁹, il legislatore italiano

¹³⁶ Cfr. art. 37, Regolamento SE.

¹³⁷ Per un giudizio sulla scelta circa la tecnica legislativa adottata nel Regolamento SE, vd. L. ENRIQUES, *Capitale, azioni e finanziamento della Società Europea: quanto meno è meglio*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 375 ss.

¹³⁸ Per una ricapitolazione dei punti di intervento sollecitati dal regolamento comunitario, vd. G.A. RESCIO, *La partecipazione di società italiane alla costituzione di SE (Società Europee)*, studio 3-2006/A del Consiglio Nazionale del Notariato, disponibile sul sito www.notariato.it (ultima visita: giugno 2010).

¹³⁹ Trattasi del Decreto Legislativo 19 agosto 2005, n. 188, recante "Attuazione della direttiva 2001/86/CE che completa lo statuto della Società Europea per quanto riguarda il coinvolgimento dei lavoratori", disponibile sul sito www.parlamento.it. Secondo il 19esimo considerando del Regolamento SE dette disposizioni costituiscono un complemento indissociabile del regolamento.

non ha ancora dato attuazione a tali disposizioni; ciononostante autorevole dottrina¹⁴⁰ ha sostenuto che tali lacune possano essere colmate quasi integralmente in via ermeneutica, conformemente ai principi comunitari¹⁴¹. Inoltre, l'art. 9, c. 1, lett. c), del Regolamento SE prevede espressamente che per le materie non disciplinate o solo parzialmente disciplinate dallo statuto, si applicano le disposizioni di legge dettate dai singoli Stati membri che si applicherebbero ad una società per azioni costituita in conformità alla legge dello Stato membro in cui la SE ha la sede sociale. E ancora l'art. 10 del Regolamento SE impone di trattare in ciascuno Stato membro la SE "come una società per azioni costituita in conformità della legge dello Stato membro in cui la SE ha la sua sede sociale". Ne discende che, allo stato attuale, gli ambiti nei quali la disciplina della SE (con sede in Italia) si discosta da quella della s.p.a. sono estremamente limitati. Questa considerazione potrebbe essere utilizzata per sostenere l'irrilevanza, ai fini dell'applicabilità del diritto di recesso, del passaggio da una s.p.a. ad un Società Europea. Qualora infatti si neghi l'autonomia tipologica della SE, ma si individui una serie di Società Europee - caratterizzate da diversi statuti - quanti sono i Paesi

¹⁴⁰ G.A. RESCIO, (nt. 139), p. 3.

¹⁴¹ Il principio di leale collaborazione di cui all'art. 10 TCE, infatti, impone di interpretare il diritto nazionale in modo da consentire, per quanto possibile, la piena e immediata efficacia dei vari atti di diritto comunitario, per un'analisi della giurisprudenza cfr. T. BALLARINO, *Manuale breve di diritto dell'Unione Europea*, 2004, pp. 151 ss. Circa il carattere vincolante *erga omnes* del Regolamento SE, anche in assenza di provvedimenti di attuazione o specificazione, vd. G. STROZZI, *Diritto dell'Unione Europea. Parte istituzionale. Dal Trattato di Roma alla Costituzione europea*, 2005, pp. 195 ss. G.A. RESCIO, (nt. 138), p. 14, individua un limite nel ricorso all'interpretazione sostenendo che: "il silenzio del legislatore nazionale, mentre non impedisce la costituzione in Italia di SE per fusione, costituzione di affiliata e trasformazione, ostacola in modo decisivo la costituzione di SE *holding* a causa dell'accentuata incompletezza di tale fattispecie costitutiva nel regolamento comunitario e della totale mancanza di norme interne che disciplinino una corrispondente fattispecie costitutiva di società nazionali".

membri nei quali esse potrebbero essere costituite¹⁴², si potrebbe ritenere che il passaggio da una società per azioni ad una SE non muti radicalmente la sua struttura organizzativa e pertanto non legittimi l'esercizio del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, lett. b), c.c. In altre parole, la disciplina comunitaria in tema di SE si applicherebbe "in aggiunta" al diritto nazionale delle società per azioni, il quale rimarrebbe inalterato. Deve però tenersi in considerazione la rilevanza delle deviazioni di disciplina che non possono considerarsi meramente accessorie, ma invece "inseriscono nel tessuto normativo delle s.p.a. elementi nuovi ed originali"¹⁴³. Le differenze rispetto ad una s.p.a. si realizzano in diversi ambiti, a partire dal necessario coinvolgimento dei lavoratori disciplinato dal d.lgs. n. 188/2005 che, ad esempio, prevede all'art. 5 che la negoziazione con la delegazione speciale¹⁴⁴ possa durare da un minimo di sei mesi (comma 1), prorogabili sino ad un anno (comma 2) in assenza del raggiungimento di un accordo. Ulteriore elemento di discontinuità tra le due discipline consiste nella previsione di peculiari modalità di costituzione per la SE, *i.e.* fusione (art. 17 del Regolamento SE);

¹⁴² Così S. BARIATTI, *La società europea: nuova forma di aggregazione tra imprese comunitarie*, in *La nuova disciplina della società europea*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), 2008, p. 68; M. MIOLA, *Lo statuto di società europea nel diritto societario comunitario: dall'armonizzazione alla concorrenza tra ordinamenti*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 323; G. ARNÒ – S. CANCARINI, *La società europea*, 2007, p. 18. C'è chi ha parlato di un "modello o tipo generale" in relazione al quale la disciplina comunitaria comune si combina volta per volta con quella nazionale, dando vita a varianti o "tipi specifici nazionali", cfr. AA.VV., *Diritto delle società – Manuale breve*, 2008, p. 271.

¹⁴³ P. FIORIO, *Lo statuto della società europea: la struttura della società ed il coinvolgimento dei lavoratori*, in *Giur. it.*, 2003, p. 830, afferma che le deviazioni, che consistono principalmente nel fatto che nella SE vi è un necessario coinvolgimento gestorio dei lavoratori, sono considerate "talmente significative che sembra potersi affermare che la SE costituisca un nuovo tipo societario".

¹⁴⁴ L'art. 3 della direttiva 2001/86/CE del Consiglio dell'8 ottobre 2001, disponibile sul sito www.eur-lex.europa.eu, prevede che, una volta stabilito il progetto di costituzione di una SE, venga costituita una delegazione speciale di negoziazione che rappresenti gli interessi dei lavoratori delle società partecipanti allo scopo di concludere un accordo avente ad oggetto le modalità di coinvolgimento dei lavoratori nella SE.

costituzione di una SE *holding* (art. 32); costituzione di una SE affiliata (artt. 35 e 36); trasformazione in SE di una società per azioni costituita secondo l'ordinamento di uno Stato membro (art. 37)¹⁴⁵; inoltre il Regolamento SE prevede una disciplina propria per il trasferimento della sede (con la stesura di un progetto di trasferimento *ad hoc*), rendendolo di regola più agevole rispetto a quanto stabilito dalle discipline nazionali (artt. 8 ss.). Si aggiunga poi la non perfetta coincidenza tra i sistemi di amministrazione e controllo in quanto il Regolamento SE prevede esclusivamente due modelli: il dualistico (artt. 39 ss.) e il monistico (artt. 43 ss.), apparentemente non contemplando il sistema c.d. tradizionale. Si è osservato che quest'ultimo potrebbe essere fatto rientrare nel sistema dualistico di cui sopra, data l'ampia formulazione di quest'ultimo, anche in assenza di qualunque riferimento nel Regolamento SE al collegio sindacale¹⁴⁶. Questa considerazione però non appare decisiva in quanto, astrattamente, anche la *governance* di una *société anonyme* francese o di una AG tedesca potrebbe essere strutturata in modo da rispecchiare uno

¹⁴⁵ Sottolinea la mancanza di una previsione circa la costituzione della SE tramite scissione M. MIOLA, (nt. 142), p. 326, specificamente alla nt. 8.

¹⁴⁶ G.A. RESCIO, *La Società Europea tra diritto comunitario e diritto nazionale*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 969, sulla base della possibilità offerta dall'art. 39 del Regolamento SE che lo statuto possa prevedere che i membri dell'organo di direzione siano nominati e revocati dall'assemblea generale alle stesse condizioni previste per le società per azioni; così anche G. BALP, *Commento all'art. 2409-octies c.c. Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, F. GHEZZI (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, P. MARCHETTI – L. A. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (diretto da), 2005, p. 4. In senso contrario, L. SCHIUMA, *I poteri del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2006, 2, p. 688, la quale, pur riconoscendo che la norma comunitaria "sembrerebbe pensata per consentire ai modelli dualistici nazionali di assumere le sembianze più varie", individua un limite insormontabile nell'art. 48 del Regolamento SE, il quale annovera tra le competenze dell'organo di vigilanza anche l'approvazione di determinate categorie di operazioni. Tale funzione appare chiaramente estranea alle attribuzioni del collegio sindacale, cui compete esclusivamente un controllo di legalità sostanziale e non di merito. Alla stregua di un'interpretazione letterale, M. MIOLA, (nt. 142), p. 364, afferma che "l'unico vero fattore di distinzione, in termini di competitività, sia costituito proprio dal sistema tradizionale che è offerto alla società per azioni ma non alla SE".

dei sistemi previsti dall'ordinamento italiano (e viceversa¹⁴⁷), ma, come visto in precedenza, il passaggio da un ordinamento ad un altro (ad esempio, a mezzo di una fusione transfrontaliera) rileverebbe – qualora “in uscita” - per il diritto italiano ai fini dell'applicabilità del diritto di recesso.

Tali argomentazioni potrebbero essere opposte anche a chi ha prospettato un suggestivo accostamento della SE ad una società quotata, la quale non sarebbe tipologicamente altro di una s.p.a. le cui azioni non siano negoziate su mercati regolamentati: nel primo come nel secondo caso ci sarebbe un concorso di discipline, ferma restando l'identità della fattispecie¹⁴⁸. Pur non volendo contestare il fatto che una società quotata

¹⁴⁷ Si potrebbe prefigurare la situazione in cui una società straniera (tedesca o francese, ad esempio), dopo aver costituito una società in Italia, ne conformi la *governance* in base alla propria tradizione giuridica per ragioni, evidentemente comprensibili, di maggiore familiarità con essa. A testimonianza della compatibilità dei diversi sistemi, si consideri che il legislatore italiano si è dichiaratamente ispirato ad alcuni ordinamenti stranieri nella redazione della disciplina dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo, vd. la relazione accompagnatoria al d.lgs. n. 6/2003 in cui è espressamente detto che “il sistema dualistico [...] è largamente ispirato agli ordinamenti tedesco e francese”; per quanto riguarda il sistema monistico esso trae origine dai sistemi giuridici angloamericani, cfr. tra molti C. MOSCA, *I principi di funzionamento del sistema monistico. I poteri del comitato di controllo*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2006, 2, p. 736.

Parla di sistemi di amministrazione “modulari” P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 573, il quale vede nel sistema monistico e dualistico “i punti estremi di una realtà lungo la quale si collocano “n” soluzioni intermedie”, espressione delle esigenze di flessibilità propugnate dalla riforma. Si interroga circa il “contenuto tipologicamente essenziale” dei modelli alternativi quale limite alla combinazione di questi con elementi del modello tradizionale, P. SPADA, *Autorità e libertà nel diritto delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, II, pp. 703 ss. Cfr. anche V. CARIELLO, *La disciplina “per derivazione” del sistema di amministrazione e controllo dualistico (disposizioni di richiamo e rinvio del nuovo diritto delle società per azioni non quotate)*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 36 ss.

¹⁴⁸ P. SPADA, *Dalla trasformazione delle società alle trasformazioni degli enti ed oltre*, in *Diritto commerciale. Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, N. CRISCI (a cura di), 2005, III, p. 3883, nt. 3, che ravvisa la peculiarità della SE - rispetto ad una società quotata - nel fatto che il concorso è tra discipline di fonte l'una (diritto comunitario) sovraordinata all'altra (diritto nazionale) e che la prima appare piuttosto estendere che comprimere l'autonomia statutaria. Nega, invece, l'identità della fattispecie della s.p.a. quotata rispetto a alla s.p.a. non quotata, sulla base dell'organica e pervasiva differenziazione di

sia soggetta a regole *ulteriori* rispetto ad una s.p.a. e che, sebbene si siano levate alcune voci contrarie, le due forme societarie siano riconducibili al medesimo tipo, tuttavia, come visto, le regole che caratterizzano la SE non sono ulteriori, bensì *altre* rispetto alle norme che disciplinano la s.p.a. Inoltre, le differenze sarebbero maggiori qualora il legislatore italiano provvedesse a dare attuazione alle sollecitazioni del Regolamento SE. L'inerzia del legislatore nazionale è un fattore dal quale non si può prescindere allorché si affermi la presunta identità di fattispecie dato che essa rende la situazione attuale transitoria e auspicabilmente suscettibile di modifica¹⁴⁹. Non cambia tale valutazione neanche il fatto che il capitale della SE, la sua salvaguardia, le sue modificazioni, nonché le azioni, le obbligazioni e gli altri titoli assimilabili siano disciplinati dalle disposizioni che si applicherebbero ad una società per azioni di diritto nazionale, individuato in base alla sede della SE (art. 5 Regolamento SE). Sebbene tali materie siano di particolare importanza per la caratterizzazione del tipo societario, non di meno lo sono la costituzione, la struttura, la *governance*, il trasferimento della sede e la trasformazione, le cui norme invece si discostano rispetto a quelle della s.p.a. Si consideri poi che la dottrina che si è pronunciata esplicitamente sulla questione ha ritenuto che la Società Europea configuri un tipo diverso da quelli disciplinati dal codice civile italiano e, conseguentemente, la

statuto, P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), IV, 2, 2004, pp. 57 ss. Si tratta in verità di una tesi, per stessa ammissione dell'autore, minoritaria; per una ricostruzione del dibattito si rinvia a P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, O. CAGNASSO – L. PANZANI (diretta da), 2010, pp. 1814 ss.

¹⁴⁹ Si tenga infatti presente che il comportamento del legislatore italiano può essere considerato un inadempimento degli obblighi comunitari imposti dall'art. 68 del Regolamento SE in virtù del quale gli Stati membri devono adottare le disposizioni appropriate per assicurare un'attuazione efficace del regolamento. Per di più la quasi totalità dei Paesi membri ha provveduto ad emanare normative di adozione, vd. <http://se-network.org/>.

partecipazione di una società italiana alla sua costituzione comporterebbe il diritto di recesso per i soci che non abbiano concorso alla decisione¹⁵⁰. Anche la ricostruzione dell'evoluzione storica vissuta dal progetto di SE sembra avallare questa lettura: la prima proposta di regolamento del 1970¹⁵¹, mirava ad introdurre una disciplina uniforme nei vari ordinamenti della Comunità, per realizzare una posizione di uguaglianza tra i soci – di diversi Stati – partecipanti ad una data iniziativa industriale a carattere transnazionale, predisponendo uno statuto applicabile in ogni Stato membro. Se ne deduce immediatamente che per il legislatore comunitario la SE rappresentava qualcosa di nuovo ed alternativo rispetto ai modelli societari nazionali, le cui incompatibilità avevano per l'appunto stimolato la creazione di uno strumento unico per operare su scala comunitaria. Successivamente, il progetto iniziale è stato considerevolmente

¹⁵⁰ Cfr. ASSONIME, circolare n. 55/2002, p. 14, per la quale "configurando la SE un tipo distinto dalla società per azioni soggetta alla legislazione di uno Stato membro, l'assunzione della forma di SE da parte della società incorporante si realizza mediante "trasformazione"; la precisazione non è priva di rilievo atteso che, qualora la società incorporante sia una società per azioni italiana, è da ritenere applicabile la disciplina in materia di recesso dettata dall'articolo 2437 c.c."; tale opinione, con riferimento alla costituzione di una SE attraverso la trasformazione di una s.p.a., è stata recepita anche da M. SEPE, *La costituzione della società europea nel riferimento alle unità economico-giuridiche nazionali*, in *La nuova disciplina della società europea*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), 2008, p. 174, nt. 51. Nega invece la configurabilità del diritto di recesso, ma con esclusivo riferimento alla costituzione di una SE *holding*, F. MAIELLO, *L'applicabilità della normativa di rinvio nel procedimento di creazione di holding costitutivo di SE*, in *Riv. not.*, 2007, p. 1320, il quale individuando la *ratio* del diritto di recesso nel bilanciamento degli interessi della società e quelli del socio contrario ad operazioni che possono modificare le condizioni sulle quali lo stesso aveva fatto affidamento allorché si era deciso ad investire i suoi capitali nella società, esclude l'applicabilità del diritto di *exit* in quanto il socio potrà evitare le suddette modifiche attraverso l'adozione di un comportamento omissivo consistente nel non comunicare alla società la volontà di conferire azioni nella *holding*. Data la peculiarità della fattispecie, tale riflessione non sembra potersi estendere agli altri casi di costituzione di una SE, nei quali la decisione della maggioranza sarà vincolante per tutti i soci.

¹⁵¹ Proposta della Commissione pubblicata in Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee del 10 ottobre 1970, C-124.

ridimensionato¹⁵² ed il frequente rinvio alle legislazioni nazionali è stato il necessario prezzo da pagare onde superare l'*impasse* che si era creata¹⁵³, ma anche espressione delle più recenti tendenze del diritto societario comunitario di deregolamentazione e concorrenza tra ordinamenti¹⁵⁴. L'obiettivo originario sembra comunque rispettato anche nell'ultima versione del Regolamento SE, come testimoniato da alcuni "considerando": ad esempio il 6°, il quale prevede: "Occorre far corrispondere il più possibile l'unità economica e l'unità giuridica dell'impresa nella Comunità. A questo fine occorre prevedere la costituzione, accanto a società di diritto nazionale, di società la cui costituzione e funzionamento siano disciplinati da un regolamento di diritto comunitario direttamente applicabile in tutti gli Stati membri".

Esaurita l'analisi della problematica sotto il profilo sostanziale, la questione può essere affrontata anche facendo ricorso all'interpretazione letterale. Preliminarmente occorre analizzare l'evoluzione storica che ha vissuto la fattispecie della trasformazione, attualmente in vigore, quale ipotesi determinante il recesso. La riforma del 2003 ha infatti sostituito il

¹⁵² La proposta iniziale del 1970 conteneva 284 articoli, ridotti a 137 nella proposta del 25 agosto 1989, a 109 nella proposta del 16 maggio 1991, ai soli 70 del testo attuale.

¹⁵³ L'impulso decisivo è provenuto dal vertice di Nizza del dicembre 2000, ove si sono composti i contrasti tra gli Stati favorevoli e quelli contrari ad adottare un sistema di partecipazione dei lavoratori alla gestione societaria.

¹⁵⁴ Cfr. M.V. BENEDETTELLI, (nt. 104), pp. 699 ss. G.B. PORTALE, (nt. 48), pp. 95 ss.; A. NICOLUSSI, *Europa e cosiddetta competizione tra ordinamenti giuridici*, in *Europa e dir. priv.*, 2006, pp. 83 ss. Si tenga inoltre presente che la prima proposta di regolamento precedeva addirittura l'inizio del processo di armonizzazione del diritto societario comunitario, gli sviluppi di quest'ultimo possono essere considerati una ulteriore motivazione del minore intervento da parte del legislatore comunitario nell'individuare una disciplina uniforme per la SE, come espressamente rimarcato dallo stesso Regolamento SE, al 9° considerando: "Da quando la Commissione ha presentato, nel 1970, la proposta di regolamento relativo allo statuto della Società Europea, modificata nel 1975, i lavori di ravvicinamento del diritto nazionale delle società hanno fatto notevoli progressi, cosicché nei settori in cui il funzionamento della SE non esige norme comunitarie uniformi è possibile operare un rinvio alla legislazione sulle società per azioni dello Stato membro in cui essa ha la sede sociale".

precedente "cambiamento del tipo", con l'intenzione di estendere l'ambito di applicazione del recesso anche alle ipotesi di trasformazione c.d. eterogenee (artt. 2500-*septies* e 2500-*octies* c.c.)¹⁵⁵, ossia alle ipotesi di passaggio da società a consorzi, società consortili, cooperative, associazioni, fondazioni e viceversa. Non vi sono però indicazioni per limitare il recesso a queste sole forme di trasformazione posto che la formula utilizzata all'art. 2437, lett. b), c.c. consente di comprendere qualsiasi fattispecie definita "trasformazione" dal legislatore, intendendo come tale anche quello comunitario. Orbene, il Regolamento SE utilizza l'espressione "trasformazione" per indicare il passaggio da una società preesistente ad una SE: la sezione quinta è rubricata "trasformazione di una società esistente in SE" e la trasformazione è anche una delle modalità di costituzione di una SE (art. 37), con una sua propria disciplina, differente rispetto a quella prevista dal codice civile per le trasformazioni eterogenee; è qualificato come tale anche il passaggio inverso, ossia da SE a società per azioni (art. 66). Sulla scorta di tali considerazioni, sembra che il passaggio da s.p.a. a SE, ancorché con sede in Italia, possa essere annoverato tra le ipotesi di "trasformazione" legittimanti il recesso.

Infine, potrebbe sostenersi che la previsione del diritto di recesso in caso di trasformazione di una s.p.a. in una SE costituisca un grave disincentivo alla realizzazione dell'operazione, in violazione dei principi che informano il Regolamento SE¹⁵⁶. Tale considerazione non merita

¹⁵⁵ R. RORDOF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, pp. 923 ss.

¹⁵⁶ Il 5° considerando del Regolamento SE prevede che gli Stati membri siano tenuti a fare in modo che le disposizioni applicabili alle Società Europee non comportino né discriminazioni della Società Europea rispetto alle società per azioni, a motivo di una differenza di trattamento ingiustificata, né restrizioni eccessive alla costituzione di una Società Europea o al trasferimento della sua sede sociale.

accoglimento in quanto, come visto, il recesso trova applicazione anche in ipotesi di cambiamento del tipo sociale in ambito nazionale (ad esempio da una s.p.a. ad una s.r.l.) e quindi in questo senso non vi sarebbe un trattamento discriminatorio nei confronti della SE; inoltre, l'art. 24, c. 2, del Regolamento SE prevede che uno Stato membro possa adottare, nei confronti di società dipendenti dalla sua giurisdizione che partecipano ad una fusione, disposizioni volte a garantire la tutela degli azionisti di minoranza che si sono pronunciati contro la fusione. Il legislatore italiano sarebbe pertanto autorizzato ad adottare strumenti di tutela per gli azionisti di minoranza di società coinvolte nella costituzione di un SE e, a maggior ragione, una norma preesistente (*i.e.* il diritto di recesso) che abbia tale scopo non potrà essere considerata contraria ai dettami comunitari. Neanche dalla prassi sembrano potersi ricavare elementi decisivi. Ad oggi, si può contare un unico esempio di costituzione di una SE con la partecipazione di una società italiana: si tratta dell'incorporazione di Ras s.p.a. ("**Ras**") in Allianz AG, con contestuale assunzione da parte di quest'ultima della forma giuridica di SE. In tale occasione la relazione degli amministratori evidenziò che i soci della Ras avrebbero potuto esercitare il recesso per via (i) del trasferimento della sede sociale all'estero, (ii) della modifica della clausola dell'oggetto sociale, (iii) della modifica dei diritti di partecipazione in relazione agli azionisti di risparmio; non contemplando tra le cause la trasformazione della società. Si potrebbe quindi sostenere che in tale precedente il passaggio da una s.p.a. ad una SE (con sede in Germania) non sia stato considerato come una trasformazione rilevante per far sorgere in capo ai soci il diritto di recesso. Tale argomentazione appare però carente e non decisiva in quanto comunque il diritto di recesso è stato riconosciuto (quantunque espressamente per altre cause).

In conclusione, sebbene si riconosca la consistenza delle argomentazioni contrarie, in assenza di un conforto giurisprudenziale o della prassi, appare preferibile ritenere che il passaggio da una s.p.a. ad un SE con sede in Italia possa ragionevolmente far sorgere il diritto di recesso in capo ai soci che non abbiano concorso ad adottare la decisione sociale.

10. Il rimborso delle azioni dei soci recedenti

Un altro problema di rilevanza pratica che si intende trattare è costituito dalle modalità di rimborso delle azioni in relazione alle quali i soci abbiano esercitato il diritto di recesso in seguito ad una fusione transfrontaliera. Si tratta in particolare di chiarire se le varie fasi del procedimento di cui all'art. 2437-*quater* c.c. siano condotte separatamente da parte di ciascuna società originaria (e pertanto con riferimento ai rispettivi soci per quanto concerne l'offerta in opzione delle azioni), ovvero, successivamente al perfezionamento della fusione, da parte della società post-fusione.

Per quanto riguarda l'esercizio del diritto di recesso, gran parte dei problemi sorgono dal necessario coordinamento dei procedimenti (di recesso e di fusione) e dallo iato temporale che si crea tra la dichiarazione di recesso e il momento in cui questo diverrà efficace¹⁵⁷; in tema di fusioni

¹⁵⁷ Un problema frequentemente affrontato dalla dottrina consiste nella conservazione dello *status socii* e nell'esercizio dei relativi diritti anche successivamente alla

dichiarazione di recesso. Secondo F. FERRARA – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, 1995, p. 610, infatti, l'esercizio del recesso "fa sorgere il diritto all'estromissione dal rapporto sociale ed al conseguente rimborso delle proprie azioni", ma non produce automaticamente la caducazione della qualità di socio; così anche G.F. CAMPOBASSO, (nt. 94), p. 435; D. GALLETTI, (nt. 92), p. 465, afferma che "la mera dichiarazione di voler recedere non ponga immediatamente, per ciò solo, il soggetto al di fuori della sfera societaria, è dato fenomenico del quale bisognerebbe prendere atto". Con riferimento alla situazione *ante* riforma, la quale non prevedeva la revocabilità della delibera legittimante il recesso, in senso conforme vd. per tutti F. CHIOMENTI, *Revocabilità delle deliberazioni aventi ad oggetto le modificazioni dell'atto costitutivo di cui all'art. 2437 cod. civ. in presenza di dichiarazioni di recesso dalla società*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, II, pp. 414 ss.; *contra*, L. DE ANGELIS, *Esercizio del diritto di recesso e cessazione dello "status socii"*, in *Le Società*, 1994, pp. 1230 ss. Entrambi giungono alle proprie conclusioni commentando la medesima sentenza del Tribunale di Orvieto del 18 febbraio 1994.

La dottrina si divide circa il momento cui ricondurre la perdita della qualità di socio: (i) una parte la individua nel perfezionamento del procedimento di fusione (vd. C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 469; M. NOTARI, (nt. 96), pp. 1137 ss., il quale non nega la natura di dichiarazione unilaterale recettizia del recesso, ma la considera sottoposta ad una sorta di *condicio iuris* consistente nella stipula dell'atto di fusione; in senso adesivo M. VENTORUZZO, (nt. 107), pp. 357 ss.; G.C. RIVOLTA, *Aspetti della nuova disciplina delle concentrazioni bancarie: le fusioni eterogenee nel testo unico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, p. 290, sulla scorta anche di una analisi comparatistica: in Portogallo, l'art. 137, c. 4, cod. soc. com., considerava *exonerado* al momento della conclusione dell'operazione il socio dissenziente; negli Stati Uniti, il § 13.23, lett. b, del *Revised Model Business Corporation Act*, stabiliva che una volta esercitato il diritto di *appraisal*, i diritti del socio sarebbero stati "congelati" sino alla liquidazione della partecipazione); (ii) altra parte fa invece riferimento al rimborso delle azioni (A. VICARI, (nt. 2), p. 339; vd. anche V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, N. CRISCI (a cura di), 2005, III, p. 2085, ancorché non con riferimento specifico all'ipotesi di fusione, secondo il quale deve tenersi in considerazione il termine di cui all'art. 2437-*quater*, c. 5, c.c., di 180 giorni decorrente dalla dichiarazione di recesso entro il quale deve concludersi il procedimento di liquidazione, onde evitare che la società mantenga in vita *ad libitum* il rapporto sociale, dilatando *sine die* i tempi del rimborso); (iii) ritiene che successivamente al decorso del termine entro il quale la società potrebbe revocare la deliberazione che abbia fatto sorgere il diritto di recesso, il recedente perda definitivamente lo *status* di socio e diventi a tutti gli effetti creditore della società, F. CORSI, *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, N. CRISCI (a cura di), 2005, III, pp. 2199 ss.

Circa l'esercizio dei diritti sociali esercitabili *medio tempore* una volta espressa la volontà di recedere, V. CALANDRA BUONAURA, *supra* in questa nota, pp. 2084 ss., ritiene che per quanto concerne i diritti patrimoniali, essi "rimangano momentaneamente sospesi o "congelati" in attesa del procedimento di liquidazione, con la possibilità di essere esercitati successivamente qualora non intervenga la cessazione del vincolo sociale". L'esercizio dei diritti amministrativi, invece, non potrebbe essere negato nel periodo in cui la società conserva la possibilità di revocare la delibera che ha dato luogo al recesso. Successivamente il recedente avrà un interesse all'esercizio dei diritti amministrativi soltanto relativamente a quelle decisioni che possano pregiudicare la sua aspettativa alla liquidazione della partecipazione. M. NOTARI, (nt. 96), pp. 1138 ss., propone invece di

transfrontaliere, le problematiche si arricchiscono ulteriormente in ragione della contemporanea applicabilità di leggi differenti ai procedimenti summenzionati.

Il recesso ai sensi dell'art. 4, c. 1, lett. b), della Direttiva Fusioni sarà disciplinato, per le società italiane partecipanti, dall'ordinamento italiano sino al perfezionamento del procedimento di fusione, pertanto in tali società il diritto di recesso dovrà essere esercitato ai sensi dell'art. 2437-*bis* c.c. con lettera raccomandata spedita entro quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera di fusione; richiamando, però, la dottrina maggioritaria che si è espressa sul punto - quantunque in tema di fusioni nazionali - il recesso diverrà effettivo, dando diritto ai soci recedenti alla liquidazione, solo nel momento in cui la fusione transfrontaliera acquisterà efficacia¹⁵⁸. Tale considerazione appare

condizionare sospensivamente i diritti amministrativi e patrimoniali dei soci recedenti, in ragione del fatto che non si possa negare l'interesse del socio a prendere parte ad alcune assemblee (ad esempio in tema di approvazione del bilancio d'esercizio o di revoca dell'operazione di fusione), qualora queste incidano direttamente o indirettamente sullo stesso recesso. Qualora successivamente il recesso divenga efficace, si potrà dare rilievo alla mancanza di legittimazione dei soci receduti, effettuando una c.d. prova di resistenza per valutare l'incidenza del loro voto. In senso sostanzialmente adesivo, A. VICARI, (nt. 2), pp. 339 ss. Cfr. anche C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 469, nt. 192, "deve ritenersi che i diritti sociali possono continuare ad essere esercitati dal socio recedente fino al momento in cui l'atto di fusione è iscritto nel registro delle imprese". Non ravvisa cause di limitazione o esclusione - in termini di diritto positivo - all'esercizio dei diritti da parte del socio che sia in attesa di vedere liquidata la propria partecipazione, D. GALLETTI, (nt. 92), pp. 471 ss. Secondo V. DI CATALDO, (nt. 108), pp. 253 ss. sino alla scadenza del termine entro il quale la società potrebbe rendere inefficace la dichiarazione di recesso deliberando la revoca della delibera che ha legittimato il recesso o lo scioglimento della società (90 giorni), il socio recedente conserverà sicuramente il proprio *status* e potrà esercitare tutti i diritti sociali. Successivamente, e sino alla data di trasferimento effettivo delle azioni, non sembra che i diritti sociali siano esercitabili.

¹⁵⁸ C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 469; G.C. RIVOLTA, (nt. 157), p. 290, nt. 52; A. VICARI, (nt. 2), p. 339; secondo M. NOTARI, (nt. 96), p. 1138, l'esercizio "anticipato" al momento della deliberazione del diritto di recesso è dovuto ad un adattamento forzato della disciplina ordinaria del recesso alla diversa e più complessa fattispecie della fusione. Tale anomalia, per cui il socio deve dichiarare di recedere prima ancora di sapere se la causa di recesso si completerà, è in ogni caso opportuna poiché consente alle società coinvolte di

coerente con la possibilità riconosciuta alla società di revocare la delibera (art. 2437-*bis*, c. 3, c.c.)¹⁵⁹. La Direttiva Fusioni prevede che l'ordinamento della società risultante dalla fusione stabilisca la data a partire dalla quale la fusione transfrontaliera abbia efficacia, che dovrà comunque essere posteriore all'esecuzione dei controlli sulla legittimità della fusione (art. 12)¹⁶⁰. Nel caso in cui la società risultante sia una società italiana, l'art. 15, d.lgs. n. 108/2008 stabilisce che la fusione abbia effetto con l'iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese del luogo ove ha sede tale società, salva la possibilità nelle fusioni per incorporazione di stabilire una data successiva¹⁶¹. Sino a tale momento il procedimento di rimborso delle azioni sarà sicuramente disciplinato, per le società italiane, dall'art. 2437-*quater* c.c. Se ne ricava che una prima problematica che potrebbe verificarsi consiste nel possibile conflitto tra l'ultrattività della disciplina legata al rimborso delle azioni e la sopravvenuta applicabilità del diritto straniero della società risultante dalla fusione, dopo che questa abbia acquistato efficacia.

conoscere in anticipo la quantità dei recessi ed il conseguente effetto anche sugli equilibri finanziari delle società.

¹⁵⁹ Sebbene l'art. 2437-*bis*, c. 3, c.c. preveda un termine generale di 90 giorni dalla adozione della delibera legittimante il recesso entro il quale la società può revocare la stessa, tale previsione non sembra trovare applicazione nel caso di fusione (anche transfrontaliera) in quanto il recesso acquisterà efficacia solo con l'iscrizione dell'atto di fusione (o al verificarsi dell'adempimento specificamente previsto dall'ordinamento straniero disciplinante la società risultante dalla fusione); in quest'ottica appare inutile parlare di un termine di 90 giorni trascorso il quale non sorgeranno comunque obblighi in capo agli amministratori, né alla società, così C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 469, nt. 193.

¹⁶⁰ Questa previsione, data l'impossibilità di pronunciare la nullità della fusione, una volta che questa sia divenuta efficace (art. 17), assurge a vero e proprio elemento di garanzia per i terzi interessati all'operazione nei diversi Stati membri.

¹⁶¹ L'art. 13, c. 2, prevede inoltre un obbligo di pubblicità, a carico del registro competente ad effettuare l'iscrizione della società derivante dalla fusione transfrontaliera, di notificare immediatamente ai registri presso i quali le società coinvolte erano tenute a depositare gli atti che la fusione ha acquisito efficacia. Solo una volta ricevuta la suddetta notifica, le precedenti iscrizioni potranno essere cancellate.

La tematica che il presente lavoro intende approfondire inerisce al coordinamento delle discipline applicabili in relazione al rimborso delle azioni e all'individuazione della società sulla quale quest'ultimo gravi. In relazione all'offerta in opzione delle azioni dei soci recedenti (e sulla connessa prelazione) sembrano potersi accogliere le conclusioni della dottrina che si è espressa in tema di fusioni nazionali¹⁶²: le azioni in parola dovranno essere offerte in opzione, nel rispetto della procedura di cui all'art. 2437-*quater* c.c., ai soci della società originaria¹⁶³. Discorso analogo può essere fatto qualora rimangano azioni inoperte e non vi siano terzi acquirenti: la società sarà tenuta a rimborsare tali azioni utilizzando le riserve disponibili. Questa operazione non comporta di per sé formali adempimenti societari stante l'inapplicabilità dei limiti quantitativi e, ad avviso di chi scrive, dell'autorizzazione assembleare per l'acquisto di azioni proprie previsti dall'art. 2357 c.c.¹⁶⁴. Il rimborso delle azioni dei soci

¹⁶² C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 472, allorché afferma che "gli amministratori devono offrire, entro quindici giorni dalla determinazione definitiva del valore di liquidazione, le azioni dei soci recedenti agli altri soci (della medesima società) in proporzione del numero della loro partecipazione"; A. VICARI, (nt. 2), p. 339, sulla base del combinato disposto degli artt. 2437-*ter*, c. 5., 2437-*bis*, c. 1, e 2437-*quater*, c. 2, c.c.

¹⁶³ Infatti "sebbene la causa di recesso non possa dirsi compiutamente realizzata sino alla conclusione della fusione o della scissione, si deve ritenere che il recesso avvenga nei confronti della società cui il socio partecipa *prima* dell'operazione", M. NOTARI, (nt. 96), p. 1134.

¹⁶⁴ L'art. 2437-*quater*, c. 5, c.c. esclude *expressis verbis* l'applicabilità dei limiti quantitativi all'acquisto di azioni proprie ex art. 2357, c. 3, c.c., modificati recentemente con l'entrata in vigore della l. n. 33/2009, recante "misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi", pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 85, dell'11 aprile 2009. Attualmente, l'art. 2357 c.c. prevede un limite quantitativo (*i.e.* un quinto del capitale sociale, tenendo conto del valore nominale delle azioni acquistate), esclusivamente per le società che fanno ricorso al capitale di rischio (c. 3). Le società c.d. chiuse, pertanto, non soffriranno di alcuna limitazione legale. Il legislatore italiano ha così deciso di non avvalersi della facoltà prevista dall'art. 19, par. 1, da (i) a (v), della direttiva 1977/91/CEE; per un primo commento vd. M. STELLA RICHTER, *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 286 ss.; N. DE LUCA, *Acquisto delle proprie azioni (limiti) (art. 2357, comma 3°)*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2009, pp. 445 ss. Per una provocatoria interpretazione dei limiti all'acquisto di azioni proprie quali impedimenti per l'efficiente gestione delle società europee, vd. L. ENRIQUES – J.R. MACEY, *Raccolta di*

recedenti non è infatti un atto gestorio discrezionale, bensì l'adempimento di un obbligo di legge¹⁶⁵. In realtà, a ben vedere, i limiti qualitativi di cui al comma 1 ("la società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili") saranno implicitamente rispettati anche dal procedimento di rimborso in caso di recesso (il quale prevede la riduzione del capitale, o lo scioglimento della società, "in assenza di utili e riserve disponibili"). Inoltre, è evidente che la società rimborserà in maniera integrale solamente azioni interamente liberate (come richiesto dall'art. 2357, c. 1, seconda parte, c.c.), ricorrendo altrimenti ad una compensazione con i debiti che il socio recedente ancora abbia in virtù del mancato versamento dei conferimenti¹⁶⁶. L'unica norma

capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 78 ss.

Stante la deroga alla suddetta norma in caso di rimborso delle azioni dei soci recedenti, si potrebbe fare un passo ulteriore e sostenere che non sorga neanche l'obbligo di alienazione dell'eccedenza rispetto al quinto del capitale sociale, in questo senso vd. V. DI CATALDO, (nt. 108), p. 250, nt. 81; *contra* F. CHIAPPETTA, (nt. 107), p. 514; M. CALLEGARI, (nt. 104), p. 1433.

Antecedentemente alla riforma delle società di capitali del 2003, M. NOTARI, (nt. 96), p. 1180 propendeva per un'integrale applicazione della disciplina delle azioni proprie e quindi, in caso di superamento dei suddetti limiti, la società sarebbe stata tenuta a ridurre il capitale per il residuo; vd. anche R. NOBILI – M.S. SPOLIDORO, *La riduzione del capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 1993, 6*, p. 434; D. GALLETTI, (nt. 92), p. 509.

¹⁶⁵ Si tratta di un acquisto obbligato se sussistono le condizioni di legge, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale, 2. Diritto delle Società*, M. CAMPOBASSO (a cura di), 2006, p. 499, nt. 22; V. DI CATALDO, (nt. 108), p. 250, nt. 80, il quale richiama F. ANNUNZIATA, *Commento agli artt. 2437 – 2437-quinquies*, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (diretto da), opera non ancora edita.

¹⁶⁶ Una volta divenuto efficace il recesso, infatti, il socio recedente diverrà creditore nei confronti della società per una somma pari al valore da rimborsare. Le azioni sarebbero liberate attraverso una diversa imputazione delle poste di bilancio. La compensazione dovrebbe quindi implicare la cancellazione della somma ancora dovuta dal socio dalla voce "Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti" di bilancio e l'imputazione della stessa alla relativa voce per i conferimenti. Secondo F. CORSI, (nt. 157), p. 318, nt. 5, invece, la soluzione più logica sembra essere quella che prevede che il recesso, facendo venir meno il rapporto sociale, faccia venir meno anche il debito per i residui versamenti, così che si debba piuttosto adottare un criterio di proporzionalità: il recedente avrebbe

quindi che non troverebbe applicazione è quella relativa all'autorizzazione dell'assemblea all'acquisto (comma 2), anche perché non aderente alla fattispecie *de qua*. L'assemblea dovrebbe a) stabilire le modalità, b) il numero massimo di azioni da acquistare, c) la durata dell'autorizzazione, d) il corrispettivo minimo e massimo: è evidente l'inconciliabilità di tale disposizione con il procedimento *ex art. 2437-quater c.c.*, il quale a) *impone* alla società l'acquisto delle azioni "vacanti", b) per un numero determinato in base agli esiti del procedimento, c) entro un termine di 180 giorni dalla comunicazione del recesso, d) ad un prezzo già fissato in precedenza. Inoltre, questa posizione sembra confermata anche dall'interpretazione teleologica della norma di cui all'art. 2357, c. 2, c.c., la quale mira a "ridurre la discrezionalità degli amministratori nell'adottare un atto strumentalmente affine ad un'operazione di gestione, ma suscettibile di compromettere ed alterare l'organizzazione societaria ben al di là di quella che è la loro naturale legittimazione"¹⁶⁷. Mancando quindi, come visto, una discrezionalità degli amministratori nella realizzazione dell'acquisto, non sembra potersi ravvisare la *ratio* che ispira la norma stessa, pertanto sembra preferibile optare per una sua non applicabilità al caso di specie ¹⁶⁸. La tutela dei soci sarebbe comunque garantita dalla possibilità di revocare la delibera che abbia originato il diritto di recesso,

diritto alla medesima percentuale del valore di liquidazione rispetto alla percentuale del conferimento versata.

¹⁶⁷ D. GALETTI, *sub art. 2437-quater*, in *Il nuovo diritto delle società*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), 2005, p. 1607.

¹⁶⁸ G.F. CAMPOBASSO, (nt. 165), p. 499, nt. 22; S. CARMIGNANI, *sub art. 2437-quater*, in *La riforma delle società*, M. SANDULLI - V. SANTORO (a cura di), 2003, II, p. 896. Ritiene, invece, necessaria la delibera assembleare volta ad autorizzare l'acquisto anche nell'ipotesi di cui all'art. 2437-quater, c. 5, c.c., per la verità senza argomentare approfonditamente l'assunto, V. DI CATALDO, (nt. 108), p. 251; vd. anche A. PACIELLO, *sub art. 2437-quater*, in *Commentario*, G. NICCOLINI - A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004, p. 1136; M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2437-quater*, in *Il nuovo diritto societario*, G. COTTINO - G. BONFANTE - O. CAGNASSO - P. MONTALENTI (a cura di), 2004, p. 1433.

evitando così un eccessivo depauperamento del patrimonio sociale¹⁶⁹. Sarà invece necessaria una delibera assembleare nel caso in cui la società decida di annullare le azioni oggetto di rimborso (anziché concambiarle nell'ambito della fusione), o di ralienarle, ove cioè la discrezionalità degli amministratori ritorni intatta.

La procedura di liquidazione delle azioni dei soci recedenti prevede come *extrema ratio*, in assenza di utili e riserve disponibili, la convocazione dell'assemblea per la riduzione del capitale sociale, ovvero lo scioglimento della società (art. 2437-*quater*, c. 6, c.c.)¹⁷⁰. I problemi maggiori nelle fusioni transfrontaliere sorgono allorché il procedimento su descritto si prolunghi oltre il momento a partire dal quale l'operazione diviene efficace. Ciò in quanto la società risultante dalla fusione potrebbe essere retta da una *lex societatis* differente rispetto a quella italiana che disciplina il rimborso e l'eventuale riduzione del capitale sociale. In particolare, nel proporre una soluzione a questo conflitto di leggi, non potrà non tenersi conto degli interessi dei creditori, tutelati dall'art. 2445, c. 3, c.c. (diritto di opposizione), che potrebbero risultare pregiudicati dall'applicazione di una disciplina di un altro Stato membro, prestando quindi il fianco a condotte abusive da parte degli amministratori.

¹⁶⁹ Parla di *jus poenitendi* che permette alla maggioranza di evitare le conseguenze pregiudizievoli del recesso, qualora l'entità del rimborso possa compromettere l'equilibrio economico e finanziario della società, V. CALANDRA BUONAURA, (nt. 157), p. 2078.

¹⁷⁰ Un problema comune a tutti i tipi di fusione, che esula dai propositi di questo scritto, è rappresentato dall'ipotesi in cui la società abbia dovuto rimborsare direttamente le azioni dei soci recedenti (mediante acquisto o riduzione del capitale sociale) apportando quindi meno, in termini di patrimonio sociale, alla società post-fusione. E' evidente che rapporto di cambio subirà così delle modifiche che non potranno essere perequate attraverso l'adeguamento del coefficiente, dato che il concambio non è più modificabile dopo la delibera di fusione. Senza prendere posizione sul tema, si richiama una soluzione che è stata proposta in dottrina, la quale suggerisce l'assegnazione, ai soci lesi dal concambio, di azioni proprie acquistate dalla società ai sensi dell'art. 2437-*quater*, c. 5, c.c., cfr. V. DI CATALDO, (nt. 108), pp. 573 ss., nt. 126; M. NOTARI, (nt. 96), pp. 1175 ss.

La soluzione da preferire nella pratica suggerisce che gli amministratori scadenzino il procedimento di rimborso delle azioni¹⁷¹ in modo che questo si concluda prima della stipulazione dell'atto di fusione¹⁷². Ovviamente il perfezionamento del procedimento di rimborso dovrebbe essere sospensivamente condizionato all'esecuzione della fusione, prima di allora il recesso non sarà efficace. Tale considerazione si giustifica sulla base di ragioni pratiche e della ragionevolezza. Le ragioni pratiche sono, come si diceva in precedenza, legate alla circostanza di evitare l'applicazione di legislazioni diverse nell'ambito di una procedura già di per sé non scevra da complicazioni. La ragionevolezza, invece, suggerisce di conoscere con precisione l'ammontare del rimborso che incomberrebbe sulla società, tenendo separati i procedimenti di rimborso di ciascuna partecipante, prima di adottare una decisione che diverrebbe irrevocabile una volta perfezionato il procedimento (ad esempio, per l'ordinamento italiano, con l'iscrizione dell'atto di fusione). Si potrebbe

¹⁷¹ A differenza che per le s.r.l., il legislatore nulla dice circa la durata complessiva della procedura di rimborso per le s.p.a. L'art. 2473 c.c. stabilisce che il rimborso debba essere eseguito entro 180 giorni dalla dichiarazione del recesso, individuando con chiarezza il termine entro il quale il procedimento di liquidazione deve essere esaurito, salvo che intervenga l'opposizione dei creditori all'eventuale riduzione del capitale. In tema di s.p.a., invece, l'art. 2437-*quater*, c. 5, c.c. stabilisce che entro uguale termine le azioni del recedente siano rimborsate mediante acquisto da parte della società, tacendo circa gli adempimenti successivi. Secondo un'interpretazione analogica, le due discipline potrebbero essere fatte coincidere e quindi il termine fissato per le s.p.a. dovrebbe essere riferito alla conclusione dell'intero procedimento di liquidazione, e quindi, specificamente, alla convocazione dell'assemblea per la riduzione del capitale o lo scioglimento della società (così, V. CALANDRA BUONAURA, (nt. 157), pp. 2084 ss.), ovvero all'adozione della delibera, posto che la semplice convocazione non assicura in alcun modo circa il contenuto della decisione dell'assemblea.

E' previsto invece un termine dilatorio, di 30 giorni dal deposito dell'offerta, per l'esercizio del diritto di opzione (comma 2).

¹⁷² Infatti, ciò permetterebbe agli amministratori dell'incorporante di completare la delibera di aumento di capitale a servizio della fusione sulla base dell'esatta conoscenza del numero delle azioni da rimborsare ai soci recedenti, cfr. C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 472. In ogni caso, la società, anche una volta deliberato l'aumento di capitale nel suo ammontare massimo, potrebbe emettere meno azioni, evitando di dover annullare le azioni dei soci recedenti, cfr. M. NOTARI, (nt. 96), p. 1181.

altrimenti paventare la possibilità che la società incorporante non sia in grado di rimborsare le azioni dei soci recedenti, ma al contempo non possa più rinunciare a partecipare alla fusione transfrontaliera¹⁷³, e pertanto sarebbe costretta a ricorrere ad una ricapitalizzazione, ovvero a deliberare il proprio scioglimento. Non sempre, però, sarà possibile concludere la procedura di rimborso nel termine su indicato, si pensi, ad esempio, al caso in cui vi sia contestazione del valore di recesso delle azioni da parte del socio¹⁷⁴. *Quid juris* quindi se il procedimento di cui all'art. 2437-*quater* c.c. sia ancora *in itinere*, ma la società si estingua in seguito al perfezionamento della fusione? *Quid juris* se la società post-fusione, seppur retta da una differente *lex societatis*, debba procedere al rimborso già disciplinato dal diritto italiano ed, in particolare, all'eventuale riduzione del capitale sociale prevista dall'art. 2437-*quater*, c. 7, c.c.? La soluzione appare univoca nel caso in cui esistano utili e riserve disponibili sufficienti per il rimborso: l'operazione ha una valenza meramente contabile e potrà essere adempiuta, senza profili di criticità per quanto riguarda la legge applicabile, dalla società risultante dalla fusione. Il recesso, infatti, diverrà efficace solo con il perfezionamento della fusione, al verificarsi del quale la società incorporata si estinguerà. Pertanto, se è da questo momento che il socio ha diritto al rimborso, divenendo creditore

¹⁷³ Come visto in precedenza, infatti, una volta perfezionato il procedimento di fusione non potrà più esserne pronunciata la nullità (art. 17, Direttiva Fusioni). In ogni caso, ai sensi dell'art. 2437-*bis*, comma 3, c.c. la società italiana avrebbe 90 giorni per revocare la delibera di approvazione del progetto di fusione.

¹⁷⁴ Il valore di recesso è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione dei conti (art. 2437-*bis*, c. 2, c.c.); il socio potrà contestare tale valutazione e richiedere che sia rideterminata da un esperto nominato dal Tribunale (comma 6); la relazione giurata dell'esperto potrà inoltre essere oggetto di contestazione giudiziale in virtù del rinvio all'art. 1349 c.c. (e quindi solo nel caso in cui la relazione sia "manifestamente iniqua o erronea"). Se si concorda con chi ritiene che le azioni possano essere "piazzate" solo successivamente alla sentenza definitiva (V. Di CATALDO, (nt. 108), p. 249), l'intera sequenza procedimentale potrebbe dilatare i tempi per l'effettuazione del rimborso anche di alcuni anni.

della società incorporata, e contestualmente gli obblighi della stessa saranno automaticamente assunti dalla società incorporante¹⁷⁵, quest'ultima diverrà debitrice per la medesima somma e su di essa graverà l'onere di provvedere al rimborso¹⁷⁶.

La questione si complica qualora la società debba provvedere ad una riduzione del capitale sociale ai sensi dell'art. 2437-*quater*, c. 7, c.c.; la società infatti potrebbe essere disciplinata da un ordinamento diverso, ma dover comunque procedere all'operazione sul capitale nel rispetto della normativa italiana.

La soluzione deve ricercarsi attraverso l'applicazione dei principi individuati nel capitolo precedente circa la soluzione di conflitti di legge. Innanzitutto si dovrà verificare se le esigenze di riduzione del capitale sussistano anche successivamente al perfezionamento della fusione, ossia successivamente all'integrazione dei patrimoni delle società fondende. Le riserve contabili delle altre società partecipanti potrebbero infatti essere sufficienti a rimborsare le azioni dei recedenti, eliminando così la causa che imponeva la riduzione. Il problema potrebbe anche essere risolto in radice qualora le norme della *lex societatis* della società risultante dalla fusione relative al capitale sociale non risultino interessate dalla diminuzione patrimoniale, come nel caso di alcune società britanniche che non sono soggette a vincoli legali concernenti la somma minima da imputare a capitale sociale¹⁷⁷. In questo caso, infatti, semplicemente il

¹⁷⁵ La società incorporante, o quella risultante dalla fusione, assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione (art. 2504-*bis*, c. 1, c.c.). I creditori delle società estinte perciò potranno far valere i loro diritti sull'unitario patrimonio della società risultante dalla fusione.

¹⁷⁶ C. SANTAGATA, (nt. 10), p. 473, nt. 205; A. VICARI, (nt. 2), p. 339.

¹⁷⁷ Per una ricognizione delle norme sul capitale minimo delle società britanniche vd. P. DAVIES, *Legal Capital in the British Company Law Reform*, in *La società per azioni oggi*, P.

problema non sussisterebbe. Le norme sul capitale minimo sono dettate per la tutela dei creditori¹⁷⁸, i quali avranno già beneficiato delle tutele offerte dall'ordinamento originario per opporsi eventualmente alla fusione, tra cui il rilascio del certificato preliminare da parte dell'autorità designata. A seguito del perfezionamento della fusione, sembrerebbe coerente, rispetto ai principi enunciati per risolvere i conflitti di legge, che trovi applicazione la normativa della società post-fusione, escludendo pertanto l'applicazione della norma italiana relativa alla riduzione del capitale sociale. Gli interessi che entrano in gioco sono molteplici e difficilmente conciliabili¹⁷⁹. E' possibile individuare l'interesse della società a realizzare la fusione, l'interesse dei soci recedenti ad ottenere il rimborso e l'interesse dei creditori alla tutela del proprio credito. Stando alla ricostruzione precedentemente effettuata, sarà necessario verificare se, per tutelare gli interessi su indicati, la norma "voglia" effettivamente applicarsi¹⁸⁰. Nel caso di specie, come detto, l'ordinamento italiano sembra aver già riconosciuto una tutela sufficiente ai creditori in sede di svolgimento del procedimento di fusione. Infatti, con riferimento alle fusioni domestiche, la dottrina si era espressa nel senso di escludere il potere dei creditori di opporsi alla riduzione di capitale in seguito al

BALZARINI – G. CARCANO – M. VENTORUZZO (a cura di), 2007, pp. 356 ss., il quale considera tali previsioni "trivial" (insignificanti) e da abolire.

In Francia, ad esempio, l'art. L224-2 del *Code de Commerce* prevede che le *sociétés par actions* non quotate abbiano un capitale sociale di almeno 37.000 Euro. Pertanto solo qualora il capitale della società post-fusione scenda al di sotto di questa soglia, si renderà necessaria una riduzione ai sensi dell'art. L223-42

¹⁷⁸ M. MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi*, P. BALZARINI – G. CARCANO – M. VENTORUZZO (a cura di), 2007, pp. 363 ss. Per un quadro del dibattito circa l'importanza del capitale sociale si rinvia a M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1199 ss.

¹⁷⁹ Vd. G. PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, pp. 100 ss.

¹⁸⁰ M.V. BENEDETTELLI, *Le fusioni transfrontaliere*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, 4, pp. 374 ss.

rimborso dei recedenti¹⁸¹. A maggior ragione, la conclusione può essere estesa all'ipotesi di fusioni transfrontaliere, allorché intervenga addirittura l'applicazione di una *lex societatis* differente che (altrimenti non si porrebbe il problema) effettui delle valutazioni differenti circa gli interessi da tutelare¹⁸². L'alternativa sarebbe riconoscere ultrattività alla norma italiana, ma ciò potrebbe apparire in contrasto con uno degli effetti caratteristici sanciti dalla Direttiva Fusioni, e cioè che una volta perfezionato il procedimento la società incorporata cesserà di esistere come entità autonoma e sarà anch'essa regolata dall'ordinamento dell'incorporante; potrebbe altresì apparire in contrasto con il principio di reciproca fiducia tra gli Stati che informa il diritto comunitario. Sembra pertanto potersi concludere che una volta perfezionato il procedimento di fusione transfrontaliera, la disciplina relativa alla riduzione del capitale sociale dovuta al rimborso delle azioni dei soci recedenti non troverà applicazione, rinviando quindi all'ordinamento dell'incorporante la valutazione circa gli interessi da proteggere.

¹⁸¹ A. VICARI, (nt. 2), p. 341; prima della riforma delle società vd. G. GRIPPO, (nt. 92), p. 187; R. NOBILI – M.S. SPOLIDORO, (nt. 164), pp. 435 ss.; D. GALLETTI, (nt. 92), pp. 261 ss.

¹⁸² Qualora l'ordinamento dell'incorporante riconoscesse degli strumenti di tutela per i creditori, anche se non identici, equivalenti a quelli predisposti dall'ordinamento italiano, ci si troverebbe di fronte ad un *false conflict of laws*. In tal caso si potrebbe fare ricorso a tecniche internazionalprivatistiche volte a favorire il contemperamento tra le diverse leggi che concorrono nella disciplina di una stessa fattispecie concreta di fusione, cfr. M.V. BENEDETTELLI, *La legge regolatrice delle persone giuridiche dopo la riforma del diritto internazionale privato*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 99; C. LICINI, *Persone giuridiche*, in *La condizione di reciprocità. La riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, M. IEVA (a cura di), 2001, p. 167; F. VILLATA, *Spunti di riflessione a margine di una recente giurisprudenza onoraria in tema di fusione internazionale*, in *Dir. comm. int.*, 2001, p. 84.

Fusioni transfrontaliere e profili di tutela degli azionisti

Capitolo III

Profili comparatistici

Nel presente capitolo si analizzeranno alcuni istituti propri dell'ordinamento statunitense. Nella sezione I, in particolare, si opererà un parallelo tra il diritto di *appraisal* e l'omologo diritto di recesso, comunemente utilizzato in alcuni ordinamenti europei. Nella sezione II, invece, il focus della ricerca si sposterà sui c.d. *deal protection devices*, e più specificamente sulle *termination fee*, strumenti di protezione dell'accordo di fusione, frequentemente utilizzati nella prassi degli affari nei paesi anglosassoni, ma non altrettanto diffusi nell'Europa continentale.

SEZIONE I

L'appraisal right: elementi caratteristici dell'istituto

L'appraisal right è un rimedio, previsto dalle *Statute Law*, che attribuisce agli azionisti che dissentano da una delibera di fusione (o altra operazione specificamente prevista) il potere di richiedere

alla *Court of Chancery* di determinare il “valore equo” di liquidazione della propria partecipazione¹. Pur dovendo sopportare i costi e le tempistiche di un processo, l'*appraisal right* presenta il vantaggio di permettere il rimborso delle azioni senza dover dimostrare in giudizio l'illegalità, la frode, la mala fede o altre violazioni degli obblighi che dovrebbero caratterizzare le decisioni degli amministratori in un contenzioso classico². Si è volutamente adottata una definizione ampia dell'istituto in quanto ciascuno Stato adotta una peculiare versione dello stesso, al punto che si può affermare, senza il rischio di contestazioni, che esistano tante versioni di *appraisal right* quante giurisdizioni³. Per l'economia di questo lavoro e per la rilevanza pratica del fenomeno, la ricerca sarà focalizzata principalmente sulla legislazione e la giurisprudenza dello Stato del Delaware⁴.

¹ Nel Delaware è previsto dal *Del. Cod. Ann. Tit. 8, § 262(a)*, (versione in vigore al giugno 2010, cui ci si riferirà nel presente lavoro tutte le volte in cui non sia diversamente indicato) disponibile sul sito <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>.

² Così, espressamente, *In re Unocal Exploration Corp. S'holders Litig.*, 793 A.2d 329, 340 (Del. Ch. 2000).

³ H. KANDA – S. LEVMORE, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, in *UCLA L. Rev.*, 1985, p. 430.

⁴ Sarebbe difficilmente dotato di coerenza un lavoro che affrontasse generalmente l'istituto dell'*appraisal right*. Attualmente, infatti, negli Stati Uniti ciascuna giurisdizione adotta uno *Statute* che prevede un istituto riconducibile nell'alveo del diritto di *appraisal*, ma ciascuno presenta differenze peculiari. 49 Stati seguono il *Model Business Corporation Act*, il quale riconosce agli azionisti dissenzienti il diritto in parola esclusivamente nel caso in cui per adottare la delibera sia necessaria l'autorizzazione degli azionisti e questa abbia ad oggetto una fusione c.d. semplificata; 13 dei suddetti Stati, però, prevedono ulteriori cause per l'esercizio del diritto. 44 giurisdizioni riconoscono tale diritto in caso di vendita di tutti (o quasi tutti) gli *asset* della società. 41 giurisdizioni lo riconoscono nell'ipotesi di modifiche dell'atto costitutivo. 36 giurisdizioni escludono eccezionalmente il diritto nel caso in cui le azioni, eventualmente oggetto dell'*appraisal*, siano quotate in un mercato regolamentato, (vd. *Model Business Corporation Act Annotated*, Vol. 1, Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law, AMERICAN BAR ASSOCIATION (adottato da), 2008, pp. 13 ss.). La diversità del panorama giuridico rende complicata una trattazione unitaria del fenomeno, pertanto la scelta di concentrare la ricerca intorno alla disciplina dello Stato del Delaware è legata all'importanza che questo ricopre nel panorama delle società statunitensi: secondo i dati del sito ufficiale dello Stato (<http://corp.delaware.gov/>) oltre 850.000 enti giuridici hanno scelto il Delaware

Il diritto di *appraisal* nasce originariamente dall'esigenza di bilanciare il potere della maggioranza di adottare unilateralmente decisioni necessarie all'adattamento della società - per facilitarne la crescita - alle nuove esigenze di mercato⁵. Sino agli inizi del 1900, vigeva la regola dell'unanimità per le modifiche sostanziali della struttura sociale, (o anche la semplice proroga della durata della società)⁶, pertanto alle minoranze veniva riconosciuto un vero e proprio potere di veto sulle scelte strategiche dell'impresa. Successivamente, però, le corti prima e i legislatori statali poi si resero conto che questa struttura decisionale provocava inefficienze⁷ - che sfociavano in veri e propri atti di tirannia da parte delle minoranze⁸ - non più in linea con le esigenze di un'economia moderna che avesse come obiettivo il bene comune⁹.

come Stato di incorporazione; tra questi anche il 50% delle società quotate negli Stati Uniti e il 63% delle società quotate sul mercato Fortune 500. Vd. *ex multis* L.A. BEBCHUK – A. COHEN, *Firms' Decision Where to Incorporate*, in *J. L. Econ.*, 2003, pp. 383 ss.; cfr. L.S. BLACK JR., *Why Corporations Choose Delaware*, 2007, disponibile sul sito http://corp.delaware.gov/whycorporations_web.pdf, (ultima visita: settembre 2010); R. DAINES, *The Incorporation Choices of IPO Firms*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 2002, pp. 1571 ss.

⁵ R.B. THOMPSON, *Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal Role in Corporate Law*, in *Geo. L.J.*, 1995, p. 2. Il problema si pose in particolare con riferimento al settore ferroviario, il cui rapido sviluppo richiedeva operazioni di concentrazione delle imprese esistenti. Vd. anche N.D. LATTIN, *Remedies of Dissenting Stockholders Under Appraisal Statutes*, in *Harv. L. Rev.*, 1931, p. 237.

⁶ W.J. CARNEY, *Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, 1980, pp. 77 ss. La ragione di una tale scelta si fondava sul presupposto che l'atto costitutivo di una società era un contratto tra tutti gli azionisti e tra la società e lo Stato (di incorporazione); in ragione di tale contratto, gli azionisti acquisivano dei diritti quesiti ("vested rights"), che non potevano quindi essere modificati senza il consenso del titolare. La maggioranza azionaria non poteva quindi forzare gli azionisti di minoranza a rinunciare alla propria partecipazione e le Corti erano concordi nell'affermare tale principio.

⁷ E.J. WEISS, *The Law of Take-out Mergers: A Historical Perspective*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 1981, pp. 627 ss., il quale richiama il caso *Wright v. Oroville Gold, Silver & Copper Mining Co.*, 40 Cal. 20 (1870).

⁸ *In re Timmis*, 200 N.Y. 177, 181, 93 N.E. 522, (1910). In tale circostanza la vendita di alcuni asset da parte della società era stata ostacolata da un azionista che aveva acquistato la propria partecipazione successivamente all'annuncio dell'operazione.

⁹ *Voeller v. Neilston Warehouse Co.* 311 U.S. 531, 535 n. 6 (1941); *Spague v. Illinois River R.R.*, 19 Ill. 173, 178 (1857), in cui i giudici affermano "Then might one stupid or obstinate holder of one share tie up the hands of all the rest, to

Progressivamente quindi i legislatori statali, compreso quello del Delaware¹⁰, autorizzarono l'adozione a maggioranza di modifiche strutturali dell'apparato societario quali fusioni, vendita di *asset* e liquidazione volontaria¹¹. In tale contesto, nel 1899, fu introdotto il *Delaware appraisal Statute* che prevedeva un meccanismo agile per l'esercizio dell'*appraisal* da parte degli azionisti in caso di fusione. Secondo opinione diffusa, tale diritto rappresentava la contropartita per la perdita del potere di veto da parte delle minoranze¹². Accanto a tale funzione, ne fu individuata un'altra, ossia garantire ai soci di minoranza una compensazione adeguata qualora si trovassero ad investire in una società radicalmente trasformata rispetto a quella in cui avevano deciso di investire¹³.

Secondo la procedura, estremamente semplificata, prevista per l'esercizio dell'*appraisal right*, la società aveva l'obbligo di

their utter ruin", (così potrebbe uno stupido o ostinato possessore di un'azione legare le mani di tutti gli altri, sino alla loro completa rovina). R.B. THOMPSON, (nt. 5), p. 2, secondo il quale la regola dell'unanimità rappresenta un limite significativo all'adattamento di grandi imprese al mercato e sovente permette a minoranze recalcitranti di frustrare modifiche benefiche. L'*escamotage* adottato per risolvere il problema è stato quello di estendere il principio di maggioranza in relazione alle operazioni di vendita dei beni della società, in modo da renderlo equivalente ad una fusione, vd. W.J. CARNEY, (nt. 6), pp. 88 ss.

¹⁰ *Del. Cod. Ann. Tit. 8, § 251 (merger and consolidation); § 2771 (sale of assets); § 275 (voluntary dissolution).*

¹¹ E.J. WEISS, *Balancing Interests in Cash-out Mergers: The Promise of Weinberger v. UOP Inc.*, in *Delaware J. Corp. L.*, 1983, p. 4, nt. 17.

¹² *Salomon Bros. Inc.*, 576 A.2d, p. 652, nella quale si afferma: "*Delaware's appraisal remedy was designed to replace shareholders' veto power with a means of withdrawing from a company*", (il diritto di *appraisal* del Delaware è stato strutturato per sostituire il potere di veto degli azionisti con un mezzo per recedere da una società); D.R. FISCHER, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, in *Am. B. Found Res. J.*, 1983, p. 877, secondo il quale la visione convenzionale del diritto di *appraisal* era quella di uno strumento di protezione delle minoranze, reso necessario dall'abbandono del principio dell'unanimità; E.L. FOLK III, *The Delaware General Corporation Law: A Commentary and an Analysis*, 1972, p. 331; H. KANDA – S. LEVMORE, (nt. 3), p. 430.

¹³ B. MANNING, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, in *Yale L. Rev.*, 1962, p. 246, il quale utilizza un'espressione particolarmente efficace: "*How could a man who owned a horse suddenly find that he owned a cow?*" (come può un uomo che possedeva un cavallo improvvisamente ritrovarsi a possedere una mucca?); M.A. EISENBERG, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, 1976, pp. 77 ss.

rimborsare ai soci dissenzienti la loro partecipazione entro tre mesi dall'approvazione dell'operazione. Nel caso di contestazione del valore delle azioni, il socio e la società potevano nominare ciascuno un esperto valutatore; i soggetti nominati dovevano a loro volta indicare di comune accordo un terzo esperto. Tale collegio doveva poi determinare, a maggioranza, il valore della partecipazione ritenuto equo, senza che vi fosse possibilità di appello¹⁴. La peculiarità di tale procedura, che rimarrà sostanzialmente invariata sino al 1943, risiedeva nell'esclusione dell'intervento da parte dell'autorità giudiziaria. Nel 1943, il modificato *Statute* attribuiva alla *Court of Chancery* del *Delaware* la soluzione di eventuali conflitti tra socio dissenziente e società circa la determinazione del valore delle azioni oggetto del rimborso¹⁵. Nel 1967 il diritto societario del *Delaware* fu oggetto di una profonda revisione che fu affidata ad un comitato presieduto dal Professor Ernest L. Folk III. All'esito della propria indagine, Folk suggerì di abolire il diritto di *appraisal*, in quanto l'esercizio del medesimo risultava farraginoso, nonché incoerente e discriminatorio nei confronti di alcune fattispecie (tale rimedio era previsto in caso di fusione, ma non di vendita dei beni della società, anche se entrambe producevano un risultato sostanzialmente identico)¹⁶. Furono formulate tre proposte: (i) riconoscere l'*appraisal* solo se espressamente previsto dall'atto costitutivo; (ii) escludere l'*appraisal* per tutte le società sottoposte al controllo della SEC; (iii) riconoscere l'*appraisal* solo per le società c.d. chiuse, le cui azioni non avessero un mercato sul

¹⁴ *Del. Law ch. 273*, § 56 (1899).

¹⁵ Il *Del. Law ch. 125*, § 6 (1943), stabiliva che, se entro 30 giorni dall'approvazione della fusione le parti non avessero raggiunto un accordo circa il valore della partecipazione da liquidare, fosse la *Court of Chancery* a nominare l'esperto incaricato di tale determinazione. Sulla base della relazione dell'esperto poi era la stessa Corte ad avere l'ultima parola circa la valutazione, vd. *Gonsalves v. Straight Arrow Publishers Inc.*, 701 A.2d 357, 360 (Del. 1997).

¹⁶ E.L. FOLK III, *Report to the Dukes Committee*, 1965, p. 196.

quale essere scambiate. Ciò che ne scaturì fu una modifica dello *Statute* che prevedeva un'eccezione all'applicabilità del rimedio per le società registrate al *National Securities Exchange*¹⁷ e per le società con più di 2.000 soci, salvo diversa previsione dello statuto¹⁸. Ulteriore modifica particolarmente rilevante per la fisionomia dell'istituto è stata apportata nel 1976, allorché la *Court of Chancery* fu investita del potere di determinare autonomamente (senza più quindi l'ausilio di un esperto) il valore della partecipazione da liquidare e di dirigere discrezionalmente la fase del processo antecedente a tale determinazione¹⁹. Oggi la *Section 262(b)(2)* prevede un'eccezione alla eccezione: anche qualora il diritto di *appraisal* sia escluso nei casi precedentemente menzionati, questo rivive se, in cambio delle proprie azioni, i soci dell'incorporata ricevano, anziché azioni dell'incorporante, denaro, titoli di debito/obbligazioni, diritti o altre proprietà (c.d. *market-out*). Da queste disposizioni si può chiaramente evincere come l'obiettivo principale del rimedio non sia più garantire liquidità ai soci dissenzienti in caso modifiche strutturali di particolare rilevanza, proposito che ancora caratterizza il diritto di recesso europeo, bensì assicurare ad essi un valore equo di compensazione in caso di *freeze-out*²⁰. Lo sviluppo dei mercati di capitali ha infatti

¹⁷ Nel 1991 fu specificato che rientravano nell'eccezione anche le società facenti parte del NASD (68 *Del. Laws ch. 337*, §§ 3-4 (1991)).

¹⁸ *Del. Laws ch. 50*, § 262 (1967).

¹⁹ Per ripercorrere l'evoluzione storica dello *Statute* del Delaware in tema di diritto di *appraisal* vd. R.S. THOMAS, *Revising the Delaware Appraisal Statute*, in *Delaware Law Rev.*, 2000, pp. 3 ss.

²⁰ La sentenza *Federal United Corp. v. Havender*, 24 *Del. ch. 318*, 11 A.2d 331 (1940) è stata salutata come la fine della "dottrina dei diritti quesiti" (*vested rights doctrine*) degli azionisti e come l'inizio dell'era moderna del diritto delle fusioni del Delaware. In particolare, in tale decisione si afferma che il potere di due o più società di fondersi non può essere limitato se non attraverso previsioni legislative; da ciò si è potuta ricavare la legittimità di una fusione in cui le azioni dell'incorporante siano scambiate con denaro, escludendo, di fatto, alcuni azionisti dalla compagine sociale dell'entità post-fusione. Si ritiene che la decisione in parola abbia spianato la strada per la sentenza della Corte d'Appello dello stato di New York, *Beloff v. Consolidated Edison Co.*, 300 N.Y. 11, 87

sempre più attribuito agli azionisti uno strumento di *exit* facilmente accessibile, rendendo assolutamente agevole il disinvestimento nelle società²¹. Tale funzione è sicuramente meglio svolta dal mercato rispetto all'*appraisal*²². Inoltre, sono stati escogitati sempre più strumenti per ottenere risultati equivalenti ad una fusione, aggirando il diritto di *appraisal* (ad es. (i) vendita degli *asset* della società²³; (ii) fusioni triangolari nelle quali la fusione avviene tra la *target* ed una società controllata dalla società, di fatto, acquirente; i soci della *target* non potranno beneficiare dell'*appraisal right*, in quanto soci della società incorporante, sebbene al termine dell'operazione questa risulterà controllata dall'acquirente²⁴). Ulteriore funzione riconosciuta al diritto di

N.E.2d 561 (1949), nella quale, per la prima volta, si affermò la validità di una fusione che prevedeva il *cash-out* della minoranza: "*The merged corporation's shareholder has only one real right; to have the value of his holding protected, and that protection is given him by his right to an appraisal. He has no right to stay in the picture, to go along to the merger, or to share in its future benefits*", (l'azionista della società partecipante alla fusione ha solamente un diritto: che il valore della propria partecipazione sia protetto; tale protezione è assicurata dal diritto di *appraisal*. Egli non ha il diritto di rimanere nella compagine, di essere d'accordo con la fusione, o di dividerne i benefici futuri).

Successivamente, lo *Statute* del *Delaware* fu integrato affinché comprendesse una procedura semplificata per le c.d. fusioni semplificate (nel caso di fusione con una società partecipata al 95%), vd. *Del. Law ch.* 121, § 253(a) (1957). Inoltre, fu inserito il denaro nella lista delle possibili forme di compenso (in cambio di azioni) nelle fusioni, vd. *Del. Law ch.* 50, § 251(b)(4) (1967), oggi prevista dal *Del. Cod. Ann. Tit.* 8, § 251(a). *Coyne v. Park & Tilford Distillers Corp.* 38, Del. ch. 514, 154 A.2d 893 (1959), *Stauffer v. Standard Brands, Inc.*, 41 Del. ch. 7, 187 A.2d 78 (Del. 1962) e *David J. Green & Co. v. Schenley Industries, Inc.*, 281, A.2d 30 (Del. Ch. 1971) furono le prime pronunce nelle quali la Corte ha richiamato espressamente e adottato le nuove disposizioni dello *Statute*. In generale vd. M. LIPTON – E.H. STEINBERG, *Takeovers and Freezeout*, 1988, pp. 9 ss.

²¹ W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 2009, pp. 475 ss.

²² E.L. FOLK III, (nt. 12), p. 391.

²³ Uno dei primi commentatori a sottolineare l'incoerenza di prevedere il rimedio in caso di fusione, ma non in caso di altri eventi societari che producano i medesimi effetti, è stato E.R. LATTY, *Some Miscellaneous Novelty in the New Corporation Statutes*, in *Law & Contemp. Prob.*, 1958, pp. 389 ss.

²⁴ Nella maggior parte degli Stati il diritto di *appraisal* è previsto solo per una delle due società partecipanti alla fusione, rimanendo invece precluso ai soci dell'incorporante qualora non si verificano cambiamenti significativi nell'attività sociale, vd. il *Revised Model Business Corp. Act*, §§ 11.03(g)(3), 13.02(a)

appraisal è quella di garantire ai soci una liquidazione ad un prezzo equo nel caso in cui l'operazione sia viziata da conflitto di interessi. In passato, tali problematiche erano affrontate a mezzo della disciplina dei *fiduciary duty claims* o a mezzo di norme preventive che imponevano obblighi di *disclosure* o astensione agli amministratori in conflitto²⁵. L'*appraisal*, invece, attribuisce ai giudici il compito di quantificare il valore *fair* della partecipazione, superando il problema di una valutazione inferiore perché coartata nell'interesse personale del consiglio o di alcuni membri dello stesso. Questo sarebbe infatti il rischio che i soci correrebbero nell'ambito di una *conflict transaction*, ossia un'operazione nella quale alcuni amministratori abbiano interessi legati sia all'acquirente, sia alla *target*²⁶.

Per operare un parallelo con il diritto di recesso, esistente in alcuni ordinamenti europei, non si può prescindere dal tenere in considerazione le differenze che caratterizzano i sistemi europei (continentali) rispetto a quello statunitense/anglosassone²⁷. *In*

(1985); S.H. SCHULMAN & A. SCHENK, *Shareholders' Voting and Appraisal Rights in Corporate Acquisition Transactions*, in *Bus. L.*, 1983, pp. 1529 ss.

²⁵ R.B. THOMPSON, (nt. 5), pp. 2 ss.

²⁶ *Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368, (Del. 1996); cfr. anche D.A. DEMOTT, *Puzzles and Parables: Defining Good Faith in the MBO Context*, in *Wake Forest L. Rev.*, 1990, pp. 15 ss.; V. BRUDNEY – M.A. CHIRELSTEIN, *A Restatement of Corporate Freezeout*, in *Yale L. J.*, 1978, pp. 1354 ss.

²⁷ Numerosi studiosi si sono interrogati circa le differenze (e le ragioni di tali differenze) esistenti tra i paesi di *common law* e quelli di *civil law*, vd. *inter alia* M.J. ROE, *Political Determinants of Corporate Governance*, 2003, *passim*; L. BEBCHUK – M.J. ROE, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, in *Stan. L. Rev.*, 1999, pp. 127 ss.; K.H. MIDELFART-KNARVIK – H.G. OVERMAN – S.J. REDDING – A.J. VENABLES, *The Location of European Industry*, 2000, disponibile sul sito http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication11136_en.pdf, (ultima visita: agosto 2010); J.C. COFFEE JR., *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of the Law in the Separation of Ownership and Control*, in *Yale L.J.*, 2001, pp. 1 ss.; A. DYCK – L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *J. Fin.*, 2004, pp. 537 ss.; P.A. GOUREVITCH, *The Politics of Corporate Governance Regulation*, in *Yale L.J.*, 2003, pp. 1867 ss. Adottando un approccio innovativo, R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER – R. VISHNY, *Law and Finance*, in *J. Pol. Econ.*, 1998, pp. 1113 ss. hanno cercato di creare un indice in grado di misurare la qualità del livello di protezione

primis si deve prendere atto che il diritto di recesso rappresenta in Europa ancora ed esclusivamente un mezzo per liquidare il proprio investimento per l'azionista che decida di non rimanere in un'impresa il cui assetto organizzativo sia mutato profondamente²⁸. Pertanto si può ravvisare una contiguità funzionale dei due strumenti soprattutto avendo a riferimento le società c.d. chiuse. Per le società quotate, le cui azioni possono essere agevolmente scambiate sul mercato, invece, esiste una continuità tra la norma di cui all'art. 2437-*quinquies* c.c. e la su descritta eccezione dell'eccezione (*Section 262(b)(2)*) : entrambe prevedono la possibilità di *exit* per i soci che ricevano in cambio di azioni quotate altri strumenti (anche diversi da azioni, nel caso americano) non quotati. Nel caso delle società quotate, il recesso potrebbe svolgere – anche se è difficile immaginarlo – la funzione di “assegno” (ad un prezzo equo), propria dell'*appraisal*, nel caso in cui il valore di

degli investitori in vari Stati. La conclusione cui il lavoro giunge è che il grado di protezione influisce circa la composizione dell'azionariato delle società e che nei paesi di *common law* il livello di protezione è maggiore rispetto ai paesi di *civil law*. L'indice è strutturato sulla base di 8 variabili valutate sulla base di un approccio quantitativo: “un'azione, un voto”; “possibilità di delega a mezzo posta”; “azioni non bloccate prima dell'assemblea”; “voto cumulativo”; “meccanismo di oppressione della minoranza”; “diritto di prelazione sulle azioni di nuova emissione”; “capitale azionario richiesto per convocare un'assemblea straordinaria” e “dividendi obbligatori”. Tale metodo però è stato estremamente criticato perché non in grado di rappresentare il livello reale di protezione degli azionisti nei diversi sistemi, in quanto le variabili considerate non sarebbero in grado di carpire gli aspetti maggiormente rilevanti di uno specifico sistema, vd. M.M. SIEMS, *Shareholders Protection around the World*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com, il quale propone un nuovo indice basato su una metodologia ribattezzata “*leximetrics*”. Secondo tale analisi i paesi sviluppati offrono una protezione maggiore agli investitori rispetto ai paesi in via di sviluppo; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova Giur. civ. comm.*, 2005, p. 435, nt. 4; vd. anche S. COOLS, *The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, in *Del. J. Corp. L.*, 2005, pp. 697 ss.; H. SPAMANN, *On the Insignificance and/or Endogeneity of La Porta et al.'s “Anti-Director Rights Index” under Consistent Coding*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

²⁸ A. PACIELLO, *sub art. 2437*, in *Commentario*, G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004, p. 1105; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 7**1, 2004, p. 473.

mercato sia calato sensibilmente a seguito dell'annuncio dell'operazione (ad es. per il riconoscimento di un premio eccessivo o nel caso di stima inferiore rispetto al valore reale)²⁹; in tal caso il recesso terrebbe conto della media dei prezzi degli ultimi sei mesi, mitigando gli effetti dell'improvvisa riduzione di prezzo. E' bene comunque precisare che è probabile che la soluzione di tali problematiche sia affidata ad altre norme, quali la disciplina del conflitto di interessi o della responsabilità degli amministratori. Infine un elemento di sovrapposizione tra i due istituti è dato dalla (eventuale) contestazione giudiziale che caratterizza il recesso (art. 2437-ter, c. 6, c.c.).

Quantunque nel Delaware il diritto di *appraisal* sia riconosciuto in tutte le ipotesi di fusione, è opportuno rilevare che le fusioni transfrontaliere, che particolarmente rilevano agli scopi del presente lavoro, ricoprono un ruolo di primaria importanza nell'ambito della disciplina della protezione degli azionisti in quanto esse rappresentano, con fini distinti negli Stati Uniti e in Europa³⁰, uno degli strumenti più utilizzati per (re)incorporare una delle società partecipanti in un ordinamento diverso³¹. E' a queste che

²⁹ AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, 1994, vol. 2, part VII, p. 281, secondo cui affidare la possibilità di *exit* esclusivamente al mercato potrebbe risultare pericoloso per la tutela dell'azionista e, per argomentare tale posizione, rappresenta un esempio che potrebbe verificarsi nella prassi: se gli azionisti di minoranza possono essere esclusi dalla compagine ad un prezzo di liquidazione inferiore rispetto al valore equo della partecipazione, il prezzo di mercato, in assenza di un rimedio efficace, tale rischio si rifletterebbe sul prezzo di vendita, deprimendolo, e ciò anche in anticipo rispetto all'annuncio dell'operazione.

³⁰ M. VENTORUZZO, "Cost-based" and "Rule-based" Regulatory Competition: Market for Corporate Charters in the U.S. and in EU, 2006, pp. 7 ss., disponibile sul sito www.ssrn.com; E.M. KIENINGER, *The Legal Framework of Regulatory Competition Based on Company Mobility: EU and Us Compared*, in *German L. J.*, pp. 743 ss.

³¹ R. ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, 1993, pp. 34 ss.; ID., *Law as a Product, Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, in *J. L. Econ. Org.*, 1985, pp. 246 ss.; M. VENTORUZZO, (nt. 30), p. 8, nt. 22; ID., *Cross-Border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Right Under Italian Law*, 2007, pp. 3 ss., disponibile sul sito

verrà dedicata particolare attenzione nello svolgimento della ricerca.

Tracciato quindi l'ambito di ricerca della presente indagine, occorre ora confrontare più puntualmente i due rimedi e le relative differenze. Il primo elemento di valutazione è sicuramente il carattere necessariamente giudiziale del diritto di *appraisal* e quello solo eventuale del recesso. Orbene, esso è stato sempre considerato quale una delle ragioni principali dell'insuccesso del rimedio americano³². La procedura risulta infatti particolarmente elaborata, anche con riferimento ad altre procedure di valutazione giudiziali (ad es. *entire fairness*³³). E' stato calcolato che mediamente il completamento della stessa richiede circa 727 giorni³⁴, durante una considerevole parte dei quali gli azionisti dissenzienti non potranno utilizzare il capitale, perdendo quindi le eventuali possibilità di investimento che dovessero presentarsi³⁵, e

www.ssrn.com; R.J. DANIELS, *Should Provinces Compete? The Case for a Competitive Corporate Law Market*, in *McGill L. J.*, 1991, p. 178, nt. 111.

³² B. MANNING, (nt. 13), p. 233, secondo il quale l'*appraisal* non risulta particolarmente utile ai fini della liquidazione della propria partecipazione. Nel caso di azioni quotate, l'attore, qualora la sua domanda venga accettata, si imbatte certamente in ritardi di pagamento, costi processuali, potrebbe addirittura incorrere in vizi procedurali che ne precluderebbero l'esito, per ottenere, alla fine, il valore di mercato delle azioni; soluzione che avrebbe potuto raggiungere semplicemente dando mandato al proprio intermediario di vendere [prima che il prezzo fosse influenzato dalla decisione sociale]. Nel caso di azioni non quotate, dopo mesi di processi e spese, i giudici potrebbero riconoscergli un valore inferiore o superiore, rispetto a quello *fair*; le uniche cose certe sono l'incertezza, il ritardo e le spese (!!).

³³ L'*entire fairness* è uno standard che gli azionisti di maggioranza devono soddisfare nelle operazioni in conflitto di interessi, come ad es. le fusioni *freeze-out*, al fine di assicurare che alle minoranze sia pagato un prezzo equo, vd. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d, 701, 711 (Del. 1983); B.R. ARONSTAM – R.F. BALOTTI – T. REHBOCK, *Delaware's Going Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unlocal Exploration*, in *Bus. Law.*, 2002, p. 520; W.T. ALLEN – J.B. JACOBS – L.E. STRINE JR., *Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, in *Bus. Law.*, 2000, p. 876.

³⁴ R.B. THOMPSON, (nt. 5), p. 22.

³⁵ A. KHUTORSKY, *Note, Coming in From the Cold: Reforming Shareholders' Appraisal Rights in Freeze-out Transactions*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1997, p. 149. Per poter ottenere legittimamente la liquidazione, il socio dovrà detenere la

anzi sosterranno le ingenti spese processuali (tra le quali bisogna annoverare le parcelle per avvocati ed esperti); l'attore sarà compensato solo attraverso il riconoscimento degli interessi legali rispetto alla somma cui egli aveva diritto³⁶. I summenzionati costi rappresentano evidentemente un forte deterrente per alcuni azionisti³⁷, in particolare per quelli che detengono una partecipazione poco significativa³⁸, dato che, in un ampio spettro di casi, i costi legati all'esercizio di un'azione di *appraisal* superano i possibili guadagni³⁹. Un altro elemento che incide notevolmente sull'effettiva praticabilità del rimedio è la possibilità di convogliare gli interessi degli azionisti in un'azione collettiva (c.d. *class action*). Tale possibilità non è contemplata in caso di *appraisal* e conseguentemente ciascuna parte della procedura dovrà sostenere singolarmente le spese per consulenti ed esperti⁴⁰, senza che queste possano essere rifeuse, anche in caso di esito positivo del

partecipazione dal momento della presentazione della domanda di *appraisal* sino al perfezionamento della procedura di fusione (Del. Code Ann. Tit. 8, § 262(a)).

³⁶ *Borruso v. Communications Telesystems Int'l*, 753 A.2d 451, 461 (Del. Ch. 1999). Esiste inoltre incertezza circa la capitalizzazione degli interessi: composti secondo *ONTI, Inc. v. Integra Bank*, 751 A.2d 904, 926 (Del. Ch. 1999); B.M. WERTHEIMER, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, in *Duke L. J.*, 1998, p. 616. Sostiene invece che siano dovuti solo gli interessi semplici R.B. THOMPSON, (nt. 5), pp. 41 ss.

³⁷ M.A. EISENBERG, (nt. 13), p. 83, il quale, oltre a mettere in evidenza gli alti costi legati al processo, sottolinea anche che la somma eventualmente ottenuta è altresì soggetta a tassazione; J. SELIGMAN, *Reappraising the Appraisal Remedy*, in *Geo. Wash. L. Rev.*, 1984, p. 860, il quale sostiene che i costi in parola rappresentano delle "barriere sostanziali" sia per l'esercizio del diritto, sia per la prosecuzione del relativo processo; W. FLETCHER, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations*, 1993, § 5906.160.

³⁸ Si afferma che, in Delaware, solo i titolari di un numero consistente di azioni potrebbero trovare economicamente remunerativo l'esercizio del diritto di *appraisal*, *Green v. Santa Fe Indus., Inc.*, 533 F.2d 1283, 1297-1298 n. 4 (2d Cir. 1976); vd. anche *Pellman & Cinerama, Inc.*, 503 F. Supp. 107, 110 (S.D.N.Y. 1980).

³⁹ M. PHILLIPS, *Weinberger to Rabkin: Fine Tuning the Doctrine of Corporate Mergers*, in *Del. J. Corp. L.*, 1986, pp. 842 ss.

⁴⁰ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 289, 301 (Del. 1996), ("Technicolor IV").

giudizio⁴¹. Ne discende che difficilmente i titolari di un numero esiguo di azioni agiranno giudizialmente per ottenere il riconoscimento del valore equo della propria partecipazione⁴², ancor più qualora la differenza tra questo e il valore riconosciuto dalla società non sia particolarmente rilevante, ma non per questo meno meritevole di tutela. Inoltre, dato che, sulla base di quanto detto, presumibilmente pochi azionisti perfezioneranno la domanda di *appraisal*, le spese di giudizio non potranno essere ripartite tra molti attori, secondo quanto ritenuto equo dalla Corte⁴³. Ulteriore conseguenza dell'assenza della *class action* è che i consulenti legali saranno meno attratti dal rappresentare "un ridotto numero di azioni" anziché una moltitudine di azionisti⁴⁴. In Europa, ancorché in alcuni ordinamenti (circa la metà) abbiano introdotto la possibilità di promuovere azioni collettive, l'effettivo esercizio di tali meccanismi processuali è comunque reso difficile dalle inefficienze generalmente riscontrate nella prassi e nella legislazione⁴⁵.

⁴¹ Si tratta di una regola processuale di base nel diritto americano, vd. E.J. WEISS, (nt. 11), p. 22, nt. 136.

⁴² J.C. COFFEE JR., *Transfers of Control and the Quest for efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?*, in *Del. J. Corp. L.*, 1996, p. 364.

⁴³ Il *Del. Ann. Code tit. 8 § 262(j)* attribuisce alla Corte - in caso di premio riconosciuto agli azionisti, rispetto alla somma ricevuta a titolo di liquidazione - il potere di ripartire le spese del giudizio tra le parti, *pro rata*, in base al numero di azioni possedute da ciascuna di esse.

⁴⁴ *Andra v. Blount*, 772 A.2d 183, 194 (Del. Ch. 2000).

⁴⁵ Vd. Libro Verde sui mezzi di ricorso collettivo dei consumatori, 27 novembre 2008, COM(2008) 794, disponibile sul sito http://ec.europa.eu/consumers/redress_cons/greenpaper_it.pdf, e lo Studio sulla valutazione dell'efficacia e dell'efficienza dei meccanismi di ricorso collettivo nell'Unione Europea (studio di valutazione), disponibile sul sito http://ec.europa.eu/consumers/redress_cons/finalreportevaluationstudypart1-final2008-11-26.pdf, entrambi particolarmente sensibili alle tematiche transfrontaliere. Per un parallelo dell'istituto nei due sistemi vd. tra molti, L. DEGOS – G.V. MORSON, *Class System the Reforms of Class Action Laws in Europe are as varied as the Nations themselves*, in *L.A. Law.*, 2006, pp. 32 ss.; N. TROCKER, *Class action negli USA – e in Europa?*, in *Contr. imp. Eur.*, 2009, pp. 178 ss.

I succitati difetti caratterizzanti il diritto di *appraisal* potrebbero essere sensibilmente superati qualora si affidi la possibilità di *exit* degli azionisti in caso di fusione transfrontaliera al diritto di recesso. Caratteristica principale di quest'ultimo è infatti quella di essere un rimedio *ex ante*, nel senso che può, nel suo sviluppo fisiologico, completarsi senza l'intervento dell'organo giudiziario, con evidenti vantaggi in termini di costi, di tempi e di prevedibilità dell'esito. Con riferimento a questi ultimi due aspetti, avendo sempre a riferimento la disciplina italiana, il disposto dell'art. 2437-*quater*, c. 5, c.c., per quanto non esaurisca completamente alcuni dubbi⁴⁶, individua un termine finale entro il quale il socio recedente dovrà essere rimborsato. I 180 giorni (dalla comunicazione del recesso) di cui alla suddetta norma costituiscono un lasso temporale 4 volte inferiore rispetto alla durata media di un procedimento di *appraisal* (*i.e.* 727 giorni). Questo aspetto ha una rilevanza pratica enorme per un azionista di minoranza che deve considerarsi principalmente un investitore⁴⁷ e la cui priorità sarà, in caso di contestazione dell'operazione, di avere quanto prima a disposizione i capitali che altrimenti potrebbero restare immobilizzati per lungo tempo. Gli unici costi nei quali incorrerebbe il recedente sarebbero relativi ad alcuni marginali adempimenti amministrativi (ad es. spedizione di una lettera raccomandata contenente alcune generalità del socio e del numero di azioni per le quali egli intende esercitare il recesso). Il recedente inoltre ha 15 giorni (dall'iscrizione della delibera legittimante) per spedire la

⁴⁶ Per tutti, vd. V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, N. CRISCI (a cura di), 2005, III, pp. 2084 ss. Per un approfondimento delle problematiche si rinvia al capitolo precedente.

⁴⁷ E' stato affermato che l'introduzione del diritto di *appraisal* può essere considerato un passaggio decisivo nell'evoluzione della relazione tra socio di minoranza e società da un ruolo attivo dello stesso a semplice investitore "fungibile", vd. R.B. THOMPSON, (nt. 5), p. 6; cfr. anche B. MANNING, (nt. 13), p. 230; W.J. CARNEY, (nt. 6), p. 94.

suddetta lettera (art. 2437-bis, c. 1, c.c.)⁴⁸; la procedura risulta quindi alquanto semplificata ed economicamente affatto impegnativa. La principale controindicazione è rappresentata dall'obbligo di depositare le azioni oggetto del recesso presso la sede sociale e il divieto di alienazione delle stesse. Tale sacrificio dell'azionista risulta comunque inferiore a quello che eventualmente sopporterebbe in una procedura di *appraisal*: sebbene in quest'ultimo caso, una volta perfezionata la domanda, il socio avrebbe teoricamente la possibilità di alienare la propria partecipazione, tale possibilità appare di complicata realizzazione⁴⁹. Presumibilmente il socio rimarrà "intrappolato" nella società sino al termine della procedura. Procedura che oltre a durare mediamente, come detto, circa due anni, è anche estremamente complessa in quanto, nel Delaware, i soci sono tenuti a seguire diversi adempimenti previsti dallo *Statute*⁵⁰. Inoltre, la giurisprudenza ha interpretato i suddetti adempimenti in maniera estremamente rigida; ad esempio, in un caso, la Corte ha respinto una domanda di *appraisal* sulla base della motivazione che la lettera inviata alla società, con la quale si contestava l'adeguatezza del valore di concambio in una fusione, non rispettava il requisito di "richiesta scritta di pagamento", anche se, per stessa ammissione della

⁴⁸ Ovvero 30 giorni dalla conoscenza, se il fatto che legittima il recesso è diverso da una deliberazione.

⁴⁹ Come anticipato, l'eventualità di *freeze-out*, in virtù della quale il socio di minoranza riceverebbe immediatamente il valore di liquidazione ritenuto equo dalla società, non è rilevante ai fini del presente lavoro dato che essa non è contemplata nei diritti continentali europei.

⁵⁰ *Del. Ann. Code tit. 8 § 262(d) ss.* Per un commento vd. R.T. HOSSFELD, *Notes, Short-form Mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp.: Time to Reform Appraisal*, in *Duke L. J.*, 2004, pp. 1345 ss.; W. CARY – M. EISENBERG, *Cases and Materials on Corporations*, 1980, p. 1461. Data la necessità di rispettare numerosi adempimenti, l'*appraisal* è considerato un rimedio c.d. "opt-in", a differenza, ad esempio, dell'*entire fairness* in cui tutti gli azionisti risultano automaticamente coinvolti nel procedimento, salvo espressa volontà contraria, vd. L. HERZEL - D.E. COLLING, *Establishing Procedural Fairness in Squeeze-Out Mergers After Weinberger v. UOP*, in *Bus. Law.*, 1984, p. 1526.

Corte, la lettera poteva avere pochi propositi diversi rispetto ad essere una richiesta di *appraisal*⁵¹.

I rimedi di *exit* sono probabilmente i più efficaci, rispetto ai rimedi reali o obbligatori, sotto il profilo della tutela degli azionisti⁵², al contempo però è importante che questi non si

⁵¹ *Carl Marks & Co. v. Universal City Studios, Inc.*, 43 Del. Ch. 391, 233 A.2d 63 (Del. 1967). Vd. anche *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (Del. 1977); *Schneyer v. Shenandoah Oil Corp.*, 316 A.2d 570 (Del. Ch. 1974); *Morris v. Peoples Indep. Bancshares, Inc.*, 632 So. 2d 1340 (Ala. 1994).

⁵² R.B. THOMPSON, (nt. 5), p. 4. Tale scelta legislativa prende il nome di "*Wall Street Rule*", in virtù della quale gli investitori insoddisfatti di una società nella quale hanno investito possono vendere le proprie azioni, anziché intraprendere una battaglia processuale in difesa di propri diritti (inefficiente da un punto di vista economico). Sono di questo avviso anche A.O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, 1970, pp. 4 ss., M. FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, 1962, p. 91. Nel sistema americano, la tutela degli azionisti è affidata altresì ai c.d. *fiduciary duties* (i.e. "*of good faith*", "*of loyalty*" e "*of due care*"). Tali rimedi, però, sono considerati poco efficaci, cfr. C.R. TAYLOR, *The inadequacy of Fiduciary Duty Doctrine: Why Corporate Managers Have Little to Fear and What Might Be Done About It*, 2008, disponibile sul sito www.ssrn.com, in cui si afferma che gli amministratori hanno poche ragioni per temere che le corti li considerino responsabili per la violazione dei suddetti obblighi; lo standard di prova per l'attore – il c.d. *Business judgement rule* – inoltre, è particolarmente elevato, vd. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984). Tale criterio è stato fatto proprio anche da una parte della giurisprudenza italiana: App. Milano, 30 marzo 2001, in *Giur. comm.*, II, 2002, pp. 200 ss. Per giunta alcune Corti statunitensi non sempre riconoscono il potere di esercitare un'azione per violazione dei *fiduciary duties* anche alle minoranze societarie, vd. M. SIEGEL, *Fiduciary Duty Myths In Close Corporate Law*, in *Del. J. Corp. L.*, 2004, p. 377. Terzo rimedio offerto alle minoranze per contrastare un'operazione di fusione è l'impugnazione della delibera, ma anche questo strumento è stato profondamente criticato in dottrina, vd. L. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Virginia Law Rev.*, 2007, pp. 679 ss.; in Italia, C. SANTAGATA, *La sospensione della deliberazione nella ricostruzione dei mezzi di tutela nei casi di invalidità nella fusione o irregolarità dell'iscrizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, p. 119. Per una ricognizione dei rimedi a disposizione degli azionisti dissenzienti, vd. *ex multis* J.D. COX – T.L. HAZEN, *Cox & Hazen on Corporations*, 2003, pp. 1366 ss.; S.K. MILLER, *What Buy-Out Rights, Fiduciary Duties, And Dissolution Remedies Should Apply in the Case of the Minority Owner of a Limited Liability Company*, in *Harvard J. Legislation*, 2001, pp. 413 ss.

Ulteriore argomentazione in favore del rimedio di *exit* è che la possibilità di liquidare il proprio investimento ha come effetto quello di ridurre il costo del capitale in quanto incentiva l'ingresso nella società di nuovi soci, attirati dalla possibilità di uscire più agevolmente, cfr. J.A.C. HETHERINGTON – M.P. DOOLEY, *Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem*, in *Va. L. Rev.*, 1977, pp. 1 ss.; D.R. FISCHER, *The*

traducano in un freno all'adozione di decisioni da parte della società o addirittura in una diminuzione del patrimonio sociale tale da minacciarne l'integrità stessa⁵³. Il diritto di *appraisal*, definito come un'opzione *put* con la quale il socio può ottenere l'acquisto delle proprie azioni da parte della società⁵⁴, è strutturato in modo che il relativo costo sia necessariamente sopportato per intero dalla società. E' quindi da apprezzare, alla luce dei rischi evidenziati precedentemente, la possibilità di modellare il diritto di recesso in modo da far ricadere il rimborso delle azioni solo eventualmente sulla società; la procedura prevista dall'ordinamento italiano all'art. 2437-*quater* c.c. mira infatti a mantenere integro il patrimonio sociale senza alterare il peso proporzionale dei soci⁵⁵. Le azioni oggetto di recesso saranno prima offerte in opzione, in base alle azioni possedute, ai soci (comma 1), i quali potranno dichiarare di voler esercitare la prelazione sulle azioni rimaste inoplate (comma 3). Successivamente le azioni restanti saranno offerte dagli amministratori direttamente a terzi o sul mercato (comma 4). Solo alla fine di questo *iter* le azioni residue dovranno essere acquistate dalla società (comma 5). Questa struttura permetterà agli

Economics of Lender Liability, in Yale L. J., 1989, pp. 134 ss.; G.G. TRIANTIS – R.J. DANIEL, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, in Cal. L. Rev., 1995, pp. 1073 ss.; S. CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in Riv. dir. comm., 2001, I, pp. 243 ss.; S. PATRIARCA, *Brevi considerazioni in ordine all'“exit” nella s.r.l. alla luce delle prospettive di riforma*, in Verso un nuovo diritto societario, 2002, p. 92; R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in Società, 2003, pp. 923 ss.; G. BELLANTUONO, *I contratti incompleti nel diritto e nell'economia*, 2000, pp. 363 ss. La minaccia di esercitare il diritto di recesso costituisce poi il c.d. potere di “voice”, il cui ruolo nell'allocatione delle risorse societarie è stato positivamente salutato dalla dottrina, vd. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2003, p. 73; A. PACIELLO, (nt. 28), p. 1107.

⁵³ C. SANTAGATA, (nt. 28), p. 473; C. GRANELLI, *Il recesso del socio nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in Le Società, 2004, p. 143.

⁵⁴ M. SIEGEL, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, in Harvard J. Legislation, 1995, p. 79.

⁵⁵ P. PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in Riv. soc., 2005, p. 526.

amministratori maggiore libertà nell'adottare scelte strategiche necessarie per adeguare la società alle nuove esigenze che il mercato abbia sollevato, senza rischiare che esse provochino un depauperamento eccessivo del patrimonio dell'impresa. Se infatti gli azionisti di maggioranza condividono il progetto, è possibile che essi decidano di continuare ad investire; in tal caso il costo del recesso sarà sopportato dai soci che abbiano scelto di rimanere nella società. Sarà quindi compito degli amministratori della società offrire un'informativa adeguata alla compagine azionaria che illustri i vantaggi dell'operazione al fine di convincere i soci a non esercitare il diritto di recesso e eventualmente ad investire ulteriormente. Anche sotto questo punto di vista il diritto di recesso risulta essere uno strumento più utile, nel bilanciamento degli interessi societari coinvolti, rispetto all'*appraisal*. Questa considerazione deriva anche dalla circostanza che, essendo un rimedio *ex ante* e data la possibilità di revocare la relativa delibera, il recesso permette al *management* della società di stimare in anticipo i costi legati all'operazione prima di impegnarsi, il che, come noto, rappresenta un vantaggio considerevole nell'adozione di scelte strategiche⁵⁶. L'*appraisal*, invece, è caratterizzato dall'incertezza sotto diversi profili: oltre, come visto, i costi, anche l'ambito di applicazione risulta alquanto indefinito. Onde ovviare all'incoerente scelta legislativa di prevedere l'*appraisal* in caso di fusione e non invece in caso di vendita (anche totale) di *asset*, la giurisprudenza ha elaborato la figura della c.d. fusione "*de facto*". I giudici hanno sostenuto che quando una fusione "di fatto" produca i medesimi effetti economici di una fusione legale, gli azionisti

⁵⁶ J.C. COATES, *M&A Break Fees: US Litigation vs. UK Regulation*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com.

dovrebbero godere della medesima protezione⁵⁷. Tale esigenza nasceva da un fenomeno diffuso nella prassi: al fine di realizzare una concentrazione tra due complessi aziendali, si preferiva la formula della vendita di beni o dell'acquisto di azioni in quanto, rispetto ad una fusione, permettevano un maggiore spazio di manovra, grazie alla flessibilità garantita dalla relativa disciplina⁵⁸. Nel Delaware, una fusione deve essere approvata con il voto favorevole di due terzi dei soci di ciascuna società partecipante⁵⁹ e gli azionisti dissenzienti potranno esercitare il diritto di *appraisal*⁶⁰. Di contro, la vendita di beni della società richiede un'approvazione a maggioranza semplice da parte dell'assemblea della società alienante. L'argomento dei giudici si basa sulla considerazione che queste operazioni producono un risultato sostanzialmente identico ad una fusione e pertanto la differenza di disciplina, meno favorevole alla minoranza, non sarebbe giustificata⁶¹. L'approccio funzionalistico adottato da alcuni giudici per cercare di garantire la tutela degli azionisti non è stato, però, particolarmente efficace⁶².

⁵⁷ W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, (nt. 21), p. 480. Al di fuori dei confini statunitensi, un'argomentazione simile è stata utilizzata dalle corti tedesche per estendere il diritto di voto degli azionisti anche in relazione ad operazioni che interessavano direttamente i diritti degli azionisti stessi, anche qualora una decisione dell'assemblea dei soci non fosse legislativamente prevista (vd. la sentenza *Holzmueller* della Suprema Corte Federale tedesca, BGHZ, Zivilsenat, II ZR 174/80Y, 1980).

⁵⁸ E.L. FOLK III, *De Facto Merger in Delaware: Hariton v. Arco Electronics, Inc.*, in *Vir. L. Rev.*, 1963, pp. 1262 ss.; E.J. WEISS, (nt. 7), p. 637; E.L. FOLK III, (nt. 12), p. 318.

⁵⁹ *Del. Cod. Ann. Tit. 8, § 255(d)*.

⁶⁰ *Del. Cod. Ann. Tit. 8, § 262(a)*.

⁶¹ F.W. MCINTYRE, *De Facto Merger in Texas: Report of its Death Have Been Greatly Exaggerated*, in *Tex. Wesleyan L. Rev.*, 1996, p. 594.

⁶² *Hariton v. Arco Elecs., Inc.*, 188 A.2d 123, 125 (Del. 1963), nella quale si afferma: "A sale of assets, although coupled with a mandatory plan to dissolve the seller and distribute the proceeds to the seller's shareholders is not a de facto merger if the sale-of-assets and dissolutions statutes are complied with", (una vendita di asset, sebbene realizzata con l'obiettivo di sciogliere la società venditrice e distribuire i ricavi agli azionisti della stessa, non è una fusione di fatto qualora siano rispettati gli Statute relativi alla vendita di asset e allo scioglimento); con riferimento all'acquisto di azioni, vd. *Orzeck v. Englehart*, 192

Tra le ragioni principali dell'insuccesso è possibile annoverare il necessario formalismo che caratterizza il diritto societario: l'adempimento degli obblighi, quali le riunioni del consiglio di amministrazione e dell'assemblea, la redazione e l'approvazione del progetto e dell'atto di fusione etc. non rappresenta l'adempimento di mere formalità, ma assume un vero e proprio valore sostanziale, in quanto permette di conoscere le conseguenze giuridiche di tali attività⁶³. I giudici non potrebbero quindi sostituirsi al legislatore, il quale ha effettuato le proprie valutazioni. Nel caso di una fusione di fatto, quindi, gli azionisti dissenzienti rimarrebbero sprovvisti di una tutela giuridica giudicata opportuna in casi sostanzialmente identici (*i.e.* fusioni legali). Il recesso, invece, essendo legato ad una casistica più ampia e ad ipotesi differenti, potrebbe trovare comunque applicazione, in particolare in caso di operazione transfrontaliera, ad esempio per la trasformazione, il trasferimento della sede sociale all'estero (artt. 2437, lett. b) e c), c.c.) o per il cambio dell'attività di direzione e coordinamento della società (art. 2497-*quater*, lett. c.), c.c.).

E' estremamente incerto anche l'esito della valutazione effettuata dalla corte. Lo *Statute* del Delaware fa esclusivamente riferimento ad un valore *fair* che debba essere riconosciuto ai soci che esercitino l'*appraisal*, senza però offrire alcuna specificazione del concetto⁶⁴. Dalla lettera della norma si ricava esclusivamente che, nella determinazione del *fair value*, la Corte dovrà tenere in considerazione tutti gli elementi rilevanti ad esclusione degli elementi derivanti dalla fusione⁶⁵. La prima definizione

A.2d 36 (Del. Ch. 1963); R.B. THOMPSON, (nt. 5), p. 7. *Contra* cfr. *Farris v. Glen Alden Corp.*, 393 Pa. 427, 143 A.2d 25 (1958).

⁶³ W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, (nt. 21), p. 480.

⁶⁴ *Del. Cod. Ann. Tit. 8, § 262(a)*.

⁶⁵ *Del. Cod. Ann. Tit. 8, § 262(h)*. Tale previsione, definita "*prohibition against post-acquisition gains*", appare perfettamente coerente rispetto al contesto cui si

giurisprudenziale (largamente accolta) del suddetto concetto risale al 1950 e richiamava il criterio della società intesa come *going concern* (complesso aziendale)⁶⁶. In altre parole, il socio dissenziente avrebbe diritto a ricevere a titolo di liquidazione il valore attualizzato dei benefici che egli avrebbe presumibilmente ricevuto qualora avesse continuato a detenere le azioni⁶⁷. L'*appraisal* è strutturato in modo che la fusione soddisfi il test di

inserisce: la maggioranza decide di dar luogo ad una fusione, la minoranza si oppone (rifiutando quindi l'operazione) e le viene riconosciuto il diritto di *exit*. Alcune critiche si sono però levate rispetto all'ipotesi di *squeeze-out* nella quale gli azionisti esclusi non hanno il potere di decidere se rimanere anche nella società post-fusione. In tale circostanza, un incremento di valore delle azioni che risulti visibile solo successivamente all'operazione potrebbe assumere i caratteri di un abuso nei confronti della minoranza. Mentre lo Stato di New York, per ovviare a questa incongruenza, ha eliminato dal proprio *Statute* la previsione che imponeva di non tenere in considerazione gli elementi derivanti dall'operazione (N.Y. Laws 202 § 9, 1982); nel Delaware, il medesimo compito è stato assolto dalla Corte Suprema, la quale ha escluso dalla valutazione solo gli elementi speculativi, conservando invece gli elementi di valore futuri conoscibili, o che possano essere provati, alla data della fusione, vd. *Weinberger v. UOP, Inc.*, (nt. 33), p. 713; vd. anche *Glassman v. Unocal Exploration Corporation*, 777 A.2d 242 (Del. 2001). Alcuni anni dopo, la Corte ha specificato che dovevano essere oggetto di valutazione anche la informazioni privilegiate che non erano state comunicate al mercato e pertanto non erano riflesse nel prezzo, vd. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 542 A.2d 1182 (Del. 1988), ("Technicolor I"). Cfr. *Gonsalves v. Straight Arrow Publishers*, (nt. 15), p. 357; *M.P.M. Enterprises, Inc. v. Gilbert*, 731 A.2d 790 (Del. 1999); J.A. FINKELSTEIN - R.C. SILBERGLIED, *Technicolor IV: Appraisal Valuation in a Two-Step Merger*, in *Bus. Law.*, 1997, pp. 801 ss. A simili conclusioni è giunta anche la dottrina italiana con riferimento alla valutazione delle azioni in caso di recesso: "il socio che decide di disinvestire proprio in quanto non ha concorso all'approvazione della delibera non può beneficiare (né essere pregiudicato), in sede di recesso, dei possibili effetti positivi (o negativi) derivanti proprio dall'operazione a causa della quale egli ha deciso di dissociarsi dal vincolo corporativo", M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 402 il quale richiama anche la sentenza Cass. 26 agosto 2004, n. 17012, in *Riv. notariato*, 2005, II, pp. 141 ss., con nota di M. CHIRILLI, *Diritto di recesso e rimborso delle azioni nella riforma del diritto societario*, pp. 146 ss. In senso conforme M. REBOA, *Criteri di stima delle azioni in caso di recesso del socio. Alcune riflessioni sull'articolo 2437-ter cod. civ.*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, M. NOTARI (a cura di), 2008, p. 406.

⁶⁶ *Tri Cont'l Corp. V. Battye*, 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950). Altri hanno definito il *fair value* come il valore intrinseco delle azioni, *Chicago Corp. V. Munds*, 172 A.452, 455-456 (Del. Ch. 1934) e *Roessler v. Sec. Sav. & Loan Co.*, 72 N.E.2d 259, 260 (Ohio 1947).

⁶⁷ L.A. HAMERMESH - M.L. WACHTER, *The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*, in *J. Corp. L.*, 2005, p. 131.

efficienza paretiana, il quale postula che l'azionista non riceva un contro-valore inferiore rispetto a quanto detenuto in precedenza rispetto all'operazione⁶⁸. Questa definizione non offre però indicazioni circa il metodo finanziario per determinare il *fair value*. Per anni, sino al 1983, le corti calcolavano il valore delle azioni utilizzando il "*Delaware Block Method*"⁶⁹, in virtù del quale esse prendevano in considerazione il valore degli *asset* della società, il prezzo di mercato delle azioni, i guadagni, nonché altri fattori secondo il giudizio delle corti stesse. A ciascuno di questi fattori veniva assegnato un valore che teneva conto anche delle circostanze specifiche del caso⁷⁰. La somma dei singoli valori componeva il *fair value* delle azioni. Tale metodo aveva però il limite di non considerare le altre tecniche accettate nella comunità

⁶⁸ F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, p. 139.

⁶⁹ *Poole v. N.V. Deli Maatshappij*, 243 A.2d 67, 69 (Del. 1968); *Walter Cheesman Realty Co. v. Moore*, 770 P.2d 1308, 1311 (Colo Ct. App. 1988); *Richardson v. Palmer Broadcasting*, 353 N.W.2d 374, 378 (Iowa 1984); *In re Valuation of Common Stock of Libby, McNeill & Libby*, 406 A.2d 54, 60 (Me. 1979); *Leader v. Hycor, Inc.*, 479 N.E.2d 173, 178 (Mass. 1985); *Columbia Mgmt. Co. v. Wyss*, 765 P.2d 207 (Or. 1988); *Blasingame v. Am. Materials, Inc.*, 654 S.W.2d 659, 665 (Tenn. 1983); *General Valuation Standards*, pp. 2 ss. Del. Corp. Law Practice, 2005, § 36.07; *Jacques Coe & Co. v. Minneapolis-Moline Co.*, 75 A.2d 244, 246 (Del. Ch. 1950).

⁷⁰ *Weinberger v. UOP, Inc.*, (nt. 33), p. 712. E' stato osservato che il metodo in esame potrebbe aver influenzato il legislatore italiano nella scelta del criterio di valutazione delle azioni oggetto di recesso ex art. 2437-ter, c. 2, c.c., "Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori [...] tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni", per un'analisi puntuale dei criteri richiamati vd. M. REBOA, (nt. 65), pp. 399 ss. Si è però sostenuto che tale criterio è oggi considerato troppo rigido e superato da nuove tecniche, vd. M. VENTORUZZO, (nt. 65), p. 364, nt. 140. In ottica *de jure condendo*, si potrebbe prevedere che il valore del recesso sia determinato ricorrendo alla/e tecnica/he finanziaria/e (che dovrebbe/ro essere diffusamente accettata/e nella comunità scientifica) utilizzata/e per valutare l'azienda nell'ambito della fusione. Attribuendo la scelta valutativa alla discrezionalità degli amministratori, infatti, si limiterebbe il rischio di sottovalutare la partecipazione in ragione del fatto che gli amministratori (non in conflitto, si intende) avranno tutto l'interesse a meglio valorizzare la società, nell'intento di massimizzare l'interesse dei propri azionisti nel contesto dell'operazione.

finanziaria⁷¹. In particolare, le Corti avevano a riferimento operazioni comparabili e il costo storico dei beni a bilancio. Questo ovviamente penalizzava i soci che intendevano uscire dalla società, i quali avevano cercato di convincere i giudici a valutare anche i flussi di cassa futuri, ma questi elementi erano considerati "speculativi"⁷². Solo negli anni '60, però, fu sviluppato il modello c.d. *capital asset pricing*⁷³ e sino ad allora nessuna teoria finanziaria aveva particolarmente influenzato le decisioni delle corti. Nella nota sentenza *Weinberger* per la prima volta è stato abbandonato il *Delaware Block Method* in favore del *Discount Cash Flow* ("DCF"), che è diventata la tecnica valutativa maggiormente utilizzata nei casi di *appraisal*⁷⁴. Tale metodo prevede una dettagliata valutazione attraverso la proiezione dei flussi di cassa futuri ed una stima dei costi del capitale per scontare gli attesi flussi al valore attuale⁷⁵. L'adozione di questo strumento, essendo esso basato su previsioni, può portare a risultati profondamente diversi; ad esempio, in *Cede v. Technicolor*, a fronte di un valore attribuito nella fusione di 23 dollari per azione, gli esperti nominati dall'attore proponevano una valutazione di 60 e gli esperti nominati dal convenuto di 13 dollari⁷⁶. Il problema fondamentale dell'affidare

⁷¹ L. HERZEL - D.E. COLLING, (nt. 50), p. 1529.

⁷² W.T. ALLEN - R. KRAAKMAN - G. SUBRAMANIAN, (nt. 21), p. 479.

⁷³ W.F. SHARPE, *Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, in *J. Fin.*, 1964, p. 425; J. LINTNER, *The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgeting*, in *Rev. of Econ. and Stat.*, 1965, p. 13.

⁷⁴ A volte tale metodo è stato combinato con altri; ad esempio in *Weinberger v. UOP, Inc.*, (nt. 33), pp. 712 ss. la Corte si è basata sul DCF e sul premio nei *comparables* per determinare il valore *fair* delle azioni.

⁷⁵ R.A. BREALEY - S.C. MYERS - F. ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, 2008, pp. 88 ss. Tale metodo si basa sull'idea (rectius: *assumption*) che la società distribuisca utili non appena questi risultino disponibili. I critici sostengono che esso non tiene conto del fatto che gli azionisti di minoranza non hanno il potere di imporre la distribuzione di dividendi.

⁷⁶ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, (nt. 65), p. 1182. Dopo 4 diversi giudizi, la *Court of Chancery* ha rivisto le proprie precedenti valutazioni, attribuendo un valore di *appraisal* di 21.98 dollari ad ogni azione della Technicolor, inferiore quindi a quello determinato nell'ambito della fusione.

la valutazione delle azioni ai giudici è quella che essi non abbiano gli strumenti, le risorse e le conoscenze per farlo, ma soprattutto è improbabile che essi abbiano a disposizione tutte le informazioni che servono a tale scopo, su cui presumibilmente hanno potuto contare gli amministratori, che sono sicuramente coloro i quali meglio conoscono la società⁷⁷. Per tale ragione è altresì probabile che il valore di liquidazione non tenga conto di tutti gli elementi utili e pertanto risulti inferiore a quello che altrimenti avrebbe potuto essere calcolato, pregiudicando gli interessi degli azionisti⁷⁸. Inoltre, gli amministratori sceglieranno la tecnica finanziaria che più valorizza la società (ad esempio per la valutazione delle per le compagnie assicurative è comunemente utilizzato il c.d. *Embedded Value* ("EV")⁷⁹) con la quale la Corte potrebbe non essere familiare.

L'imprevedibilità delle decisioni dei giudici del Delaware deriva anche dall'incoerenza riscontrabile nella prassi circa l'applicazione di uno sconto di minoranza con le rilevanti conseguenze che questo comporta; il prezzo delle azioni può infatti

⁷⁷ Dal 1976, infatti, in Delaware, la *Court of Chancery* è stata investita del potere di determinare autonomamente (senza più quindi l'ausilio di un esperto) il valore della partecipazione da liquidare, vd. *supra*, nt. 19.

⁷⁸ Gli amministratori hanno ovviamente un obbligo di *full disclosure* per permettere agli azionisti di valutare compiutamente l'opportunità di proseguire nella società o decidere di esercitare il diritto di *appraisal*. A tal fine, gli amministratori devono comunicare agli azionisti tutte le informazioni rilevanti per effettuare la suddetta scelta, vd. *Glassman v. Unocal Exploration Corporation*, (nt. 65), p. 248. Sono state considerate "rilevanti" le informazioni relative alla differenza tra il valore attribuito nell'ambito della fusione e il valore "di libro" delle azioni (*Seagraves v. Urstadt Prop. Co.*, N. 10307, 1989, 15 (Del. Ch. 1989)); non invece le proiezioni di *performance* degli amministratori o i prezzi delle azioni eventualmente presi in considerazioni per la fusione (*Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc.*, 750 A.2d 1170, 1173 (Del. 2000)).

⁷⁹ Per un'analisi del metodo vd. J. HORTON – R.H. MACVE – G. SERAFEIM, *Market Consistent Embedded Values as 'Fair Value' Measurement for Life Insurance Accounting: A Step Too Far with Finance Theory?*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com; G. CASTELLANI – M. DE FELICE – F. MORICONI – C. PACATI, *Embedded Value in Life Insurance*, 2005, disponibile sul sito <http://amicisns.sns.it/> (ultima visita giugno 2010).

variare del 35% (o finanche più) rispetto ad una determinazione calcolata pro-quota sul valore d'azienda⁸⁰.

L'analisi delle pronunce giurisprudenziali evidenzia immediatamente una contraddittorietà tra le stesse: nella decisione *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*⁸¹, la Corte ha sentenziato che obiettivo di un procedimento di *appraisal* dovrebbe essere determinare il valore dell'azienda nel suo complesso, e non il valore di specifiche azioni, e riconoscere il valore proporzionale di ciascuna singola azione detenuta agli azionisti dissenzienti⁸². La c.d. *pro-rata value doctrine* postula che l'applicazione di uno sconto ad una partecipazione di minoranza sarebbe contraria alla considerazione della società quale *going concern*⁸³. La teoria in parola, però, è stata tacciata di indeterminatezza e scarsa chiarezza, ma soprattutto di incoerenza rispetto a quanto previsto dalla lettera del *Delaware General Corporation Law* ("DGCL")⁸⁴. La *Section 262* non fa alcun riferimento al concetto su espresso, ma indirizza le corti affinché valutino le azioni determinando il loro *fair value*. In *Cavalier Oil*, la Corte offre 3 ragioni per non applicare uno

⁸⁰ Vd. *Perlman v. Permonite Mfg. Co.*, 568 F. Supp. 222, 226 (N.D. Ind. 1983) nella quale si è riconosciuto uno sconto di minoranza e di mercato del 35%); B. CORNELL, *Corporate Valuation*, 1993, pp. 240 ss. e S.P. PRATT – R.F. REILLY – R.P. SCHWEIHS, *Valuing a Business*, 1996, pp. 316 ss., che empiricamente individuano che il *range* di sconto di minoranza riconosciuto è compreso tra il 25 e il 45%; L.G. BOOTHMAN, *Valuing a Business in a Litigation Context*, in *N.Y. L. J.*, 1994, p. 5, in cui si riportano casi in cui è stato riconosciuto uno sconto di commerciabilità sino all'80%.

⁸¹ 564 A.2d 1137 (Del. 1989).

⁸² Le medesime conclusioni sono state poi riprese in *Paskill Corp. v. Alcoma Corp.*, 747 A.2d 549 (Del. 2000).

⁸³ Il concetto della società quale *going concern* è stato enunciato per la prima volta in *Tri-Cont'l Corp. v. Battye*, (nt. 66), pp. 75 ss.

⁸⁴ J.C. COATES, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: *Minority Discounts in Conflict Transaction*, in *U. Penn. L. Rev.*, 1999, pp. 1267 ss. In senso contrario, R.A. BOOTH, *Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*, 2001, p. 5, disponibile sul sito www.ssrn.com, il quale osserva che il riconoscimento di un premio per il controllo non è previsto dalla disciplina societaria e non esiste alcuna base per assumere che il prezzo di mercato incorpori uno sconto di minoranza (che il premio, in qualche misura, neutralizzerebbe).

sconto di minoranza: (1) in questo modo si penalizzerebbero le minoranze per mancanza del controllo; (2) si arricchirebbe ingiustamente la maggioranza, la quale avrebbe anche estromesso alcuni soci dalla compagine azionaria; 3) si rischierebbe di introdurre degli elementi speculativi nel procedimento di *appraisal*⁸⁵. Nessuna di queste motivazioni tuttavia sembra essere decisiva, oltre a poter essere riformulate per supportare la tesi opposta (*i.e.* riconoscere uno sconto). La sentenza sembra comunque rappresentare il superamento della precedente *Tri-Continental*, nella quale la Corte aveva riconosciuto l'applicazione di uno sconto di minoranza, a livello societario, sulla base di due argomentazioni: (a) escludere tale sconto avrebbe rappresentato una negazione della realtà fattuale; (b) l'unico modo per un azionista di minoranza (che non ha il potere di deliberare la liquidazione della società) è di vendere le azioni sul mercato, il quale necessariamente incorpora uno sconto⁸⁶. In realtà, però, in una pronuncia successiva⁸⁷, i giudici hanno negato l'applicabilità di uno sconto a livello "degli azionisti", ma hanno reputato necessario un "aggiustamento" a livello societario per determinare il valore intrinseco dell'impresa.

In parziale deroga a questa statuizione, alcune Corti hanno calcolato il prezzo a cui l'azionista di controllo avrebbe potuto cedere il controllo⁸⁸, riconoscendo poi tale ammontare pro-rata a ciascuna azione in relazione alla quale era stato esercitato

⁸⁵ *Cavalier Oil*, (nt. 81), p. 1145.

⁸⁶ *Tri-Cont'l Corp. v. Battye*, (nt. 66), p. 76.

⁸⁷ *Rapid-American Corp. v. Harris*, 603 A.2d 804 (Del. 1992).

⁸⁸ R.A. BOOTH, *The Efficient Market, Portfolio Theory and The Downward Sloping Demand Hypothesis*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 1993, pp. 1202; J.C. COATES, *Measuring the Domain of Mediating Hierarchy: How Contestable Are U.S. Public Corporations?*, in *J. Corp. L.*, 1999, pp. 837 ss.

*l'appraisal*⁸⁹. Tali decisioni derivano dalla circostanza empirica secondo la quale, di regola, una partecipazione di controllo include un premio rispetto al valore *fair* di mercato delle singole azioni in quanto l'azionista di maggioranza potrà dettare autonomamente le politiche societarie. Il premio di maggioranza esiste nel mercato finanziario e rappresenta la differenza tra il prezzo che gli acquirenti sono disposti a pagare per una partecipazione di controllo e il prezzo che gli stessi sono disposti a pagare per una partecipazione non di controllo⁹⁰. Così considerato, il premio di maggioranza appare come il rovescio della medaglia dello sconto di minoranza⁹¹, anche se questo approccio è stato criticato da una dottrina⁹², con la quale concorda una parte della giurisprudenza⁹³. L'argomentazione posta a sostegno di quest'ultima tesi assume che il premio rispecchi un valore superiore rispetto al mero sconto in quanto terrebbe conto anche di altri fattori quali, ad esempio, le sinergie⁹⁴.

In sintesi, dall'analisi delle decisioni in tema di determinazione del valore di *appraisal* si può evincere la mancanza di univocità e la difficoltà di enucleare una regola, in assenza di una norma espressa, che chiarisca la questione controversa. Sulla

⁸⁹ M.G. *Bancorporation, Inc. v. LeBeau*, 737 A.2d 513 (Del. 1999); *Nebel v. Southwest Bancorp, Inc.*, (Del. Ch. 1995); *Rapid-American Corp. v. Harris*, (nt. 87), p. 796; *Borruso v. Communications Telesystems International*, 753 A.2d 451 (Del. Ch. 1999); *Hintmann v. Fred Weber, Inc.*, (Del. Ch. 1998).

⁹⁰ B. CORNELL, (nt. 80), p. 243.

⁹¹ B.C. TOMS, *Compensating Shareholders Frozen Out in Two-Step Mergers*, in *Colum. L. Rev.*, 1978, p. 562; B. CORNELL, (nt. 80), p. 239, che si riferisce allo sconto di minoranza come il rovescio del premio di maggioranza.

⁹² R.A. BOOTH, *Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*, 2001, p. 5, disponibile sul sito www.ssrn.com, secondo il quale non esiste alcuna relazione matematica tra il premio di controllo e lo sconto di minoranza. Pertanto sembrerebbe che le corti si siano spinte troppo oltre nel loro intento di tutelarsi contro lo sconto di minoranza, violando il diritto della maggioranza di beneficiare del controllo.

⁹³ *Cooper v. Pabst Brewing Co.*, civ. A. No. 7244, (Del. Ch. 1993), in cui si dichiara esplicitamente che, almeno in teoria, premio e sconto possono essere diversi.

⁹⁴ *Kleinwort Benson Ltd. V. Silgan Corp.*, civ. A. No., 11107, (Del. Ch. 1995).

scorta, però, di studi basati sul criterio dell'efficienza, è stato suggerita l'opportunità che le corti del Delaware neghino l'applicazione dello sconto⁹⁵. A tali conclusioni è giunta anche la dottrina italiana, in tema di recesso⁹⁶, sulla base di due considerazioni: (i) l'impossibilità di conoscere anticipatamente il numero di azioni per le quali il socio eserciterà il recesso, il che comporterebbe che la società indichi il valore unitario di recesso⁹⁷; (ii) la peculiare struttura del procedimento di liquidazione (c.d. "a scalare") che risulta incompatibile con la determinazione di prezzi diversi da quello unitario.

L'istituto del recesso potrebbe altresì risolvere anche un'altra questione nodale che affligge l'*appraisal*: esiste incertezza circa il bene effettivamente tutelato da quest'ultimo rimedio e all'evoluzione che esso ha vissuto non è corrisposto un adeguamento della norma. Per ovviare a tale situazione le corti si sono profuse in uno sforzo interpretativo che non ha dato i frutti sperati⁹⁸. Data anche la difficoltà di fidare nel mercato per la liquidazione delle partecipazioni, il recesso svolge ancora tale ruolo, mentre la funzione di tutela nei confronti degli abusi della

⁹⁵J.C. COATES, (nt. 84), pp. 1349 ss.

⁹⁶ M. VENTORUZZO, (nt. 65), pp. 405 ss. *Contra* M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2437-ter*, in G. COTTINO – G. BONFANTE – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, 2004, p. 1425. Cfr. anche G. DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 335.

⁹⁷ A parere dello stesso Autore (nt. 96), questa considerazione non appare decisiva per la soluzione del dibattito. La società potrebbe infatti individuare i criteri per determinare lo sconto sulla base del numero di azioni oggetto di recesso. Ancora, per società non quotate in mercati regolamentati è ipotizzabile che il valore di mercato, che *ex lege* dovrà essere tenuto in considerazione, di pacchetti azionari già incorpori premi o sconti.

⁹⁸ R.B. THOMPSON, (nt. 5), p. 3, secondo il quale quando le corti estendono il significato di uno *Statute* oltre i suoi propositi originari, ciò che si ottiene è una legge inelegante e confusa, nonché un non voluto *tilt* delle relazioni maggioranza/minoranza che sono alla base del diritto societario. L'*appraisal* rimane intrappolato tra un ruolo non più necessario (*i.e.* offrire liquidità) e un altro che non è sufficientemente equipaggiato per funzionare (di "assegno" contro gli abusi della maggioranza). Cfr. H. KANDA – S. LEVMORE, (nt. 3), p. 432.

maggioranza è affidata ad altri strumenti, quali l'azione di responsabilità o la disciplina del conflitto di interessi.

Infine, l'insuccesso dell'*appraisal* è testimoniato anche dallo scarso ricorso che questo ha conosciuto nella prassi⁹⁹, al punto da essere definito il "rimedio della disperazione"¹⁰⁰. Al contempo, però, allo strumento è stata riconosciuta anche una funzione, non semplice da dimostrare empiricamente, di deterrenza: nonostante, infatti, lo scarso utilizzo e i difetti evidenziati, l'*appraisal* svolgerebbe un ruolo determinante nella negoziazione dei *deal* che farebbero sorgere tale diritto. In particolare, preverrebbe che gli amministratori compiano operazioni in conflitto d'interesse¹⁰¹. Orbene, tale ruolo, riconducibile al potere di "voice", precedentemente delineato, potrebbe essere svolto, anche in maniera più efficace, dal diritto di recesso. Sarà comunque opportuno che la protezione degli azionisti sia integrata anche da altri rimedi quali, ad esempio, l'azione di responsabilità e la disciplina del conflitto di interessi. Coerentemente con questa impostazione, in Delaware, il diritto di *appraisal* non è un rimedio esclusivo in caso di fusione¹⁰² in quanto si riconosce altresì la possibilità, per gli azionisti, di invocare la violazione dei *fiduciary duties* da parte degli amministratori¹⁰³.

In conclusione, adottando gli strumenti della *Law & Economics*, si può evidenziare come gli ordinamenti abbiano interesse ad offrire una protezione degli azionisti quanto più

⁹⁹ J. SELIGMAN, (nt. 37), pp. 829 ss.; R.B. THOMPSON, (nt. 5), p. 9, il quale comunque riconosce un aumento dei casi nel periodo successivo al decennio 1972 - 1982; AMERICAN LAW INSTITUTE, (nt. 29), p. 283; E.J. SCHAEFER, *The Fallacy of Weighting Asset Value and Earnings Value in the Appraisal of Corporate Stock*, in *Cal. L. Rev.*, 1982, pp. 1032 ss.

¹⁰⁰ M.A. EISENBERG, (nt. 13), p. 83.

¹⁰¹ H. KANDA - S. LEVMORE, (nt. 3), p. 433; J. SELIGMAN, (nt. 37), p. 841; D.R. FISCHER, (nt. 12), p. 876.

¹⁰² *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, (nt. 40), p. 345.

¹⁰³ *Weinberger v. UOP, Inc.*, (nt. 33), p. 701.

efficiente. Alcuni studi hanno infatti dimostrato che gli effetti dell'annuncio di una fusione transfrontaliera sono maggiormente positivi per una società *target* (incorporata) allorché lo stato di incorporazione offra una protezione migliore rispetto al Paese di origine¹⁰⁴. In altre parole, l'incremento della protezione garantita agli azionisti dall'ordinamento della società *target* risulta essere fonte di maggiori ritorni economici nell'ambito dell'attività di *cross-border merger*¹⁰⁵. Tenuto conto che le fusioni transfrontaliere svolgono anche e soprattutto la funzione di modificare l'ordinamento di appartenenza (e quindi la *lex societatis*)¹⁰⁶, gli Stati membri dovrebbero cogliere l'occasione offerta dall'art. 4, c. 2, della direttiva 2005/56/CE ("**Direttiva Fusioni**") e prevedere, qualora decidano di adottare uno strumento particolare di protezione degli azionisti, il diritto di recesso nel caso in cui la società di appartenenza modifichi lo Stato di incorporazione a seguito di una fusione *cross-border*. Inoltre, la scelta di potenziare il livello di protezione degli azionisti da parte di uno Stato membro potrebbe avere delle ricadute positive anche a livello complessivo, spingendo gli altri Stati a seguirne la strada secondo quello che sembra ormai un *trend* di spontaneo ravvicinamento delle legislazioni statali¹⁰⁷.

Si potrebbe obiettare che qualora la decisione di fondersi sia adottata dagli amministratori nel miglior interesse degli azionisti,

¹⁰⁴ A. BRIS – C. CABOLIS, *The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers*, 2008, pp. 1 ss., disponibile sul sito: www.ssrn.com.

¹⁰⁵ M. MARTYNOVA – L. RENNEBOOG, *Spillover of Corporate Governance Standards in Cross-border Mergers and Acquisitions*, 2008, p. 20, disponibile sul sito <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=77868>, (ultima visita: ottobre 2010), secondo i quali anche in caso di acquisizione parziale del controllo della *target* si potrebbero configurare dei benefici per entrambe le parti della fusione qualora l'acquirente sia soggetta ad un ordinamento che protegga maggiormente gli azionisti rispetto alla *target* (*spillover by control*).

¹⁰⁶ M. VENTORUZZO, (nt. 30), p. 8, disponibile sul sito www.ssrn.com.

¹⁰⁷ M.M. SIEMS, *The Case against Harmonisation of Shareholder Rights*, 2005, p. 547, disponibile sul sito www.ssrn.com.

non vi sarebbe motivo per attribuire ad essi la possibilità di *exit*, riservando quindi la tutela a casi in cui la decisione sia viziata da aspetti patologici. A tale obiezione si può rispondere facendo riferimento alla circostanza secondo la quale, sebbene in teoria è dimostrato che le fusioni possano creare valore¹⁰⁸, le relative decisioni sono comunque adottate sulla scorta di previsioni fatte dagli amministratori sulla base di informazioni sovente non complete, dalle quali possono scaturire sottovalutazioni dei costi o delle difficoltà di integrazione tra i due complessi aziendali, anche derivanti dalle diverse regolamentazioni cui le società erano sottoposte, c.d. "*mistaken mergers*"¹⁰⁹. Appare pertanto coerente rispetto a tale considerazione attribuire ai soci la possibilità di valutare autonomamente la bontà di un'operazione, con la possibilità eventuale di recedere dal vincolo societario.

¹⁰⁸ R.F. BRUNER, *Applied Mergers and Acquisitions*, 2004, pp. 47 ss.; G. ANDRADE – M. MITCHELL – E. STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, in *J. Econ. Persp.*, 2001, pp. 103 ss.

¹⁰⁹ W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, (nt. 21), pp. 447 ss.; S.B. MOELLER – F.P. SCHLIGEMANN – R.M. STULZ, *Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave*, in *J. Fin.*, 2005, pp. 757 ss.

SEZIONE II

I Deal Protection Devices

Nella presente sezione si affronterà la tematica dei *deal protection devices* ("DPD"), ossia quegli accordi collaterali rispetto ad un'operazione, modellati in modo da aumentare le probabilità che l'accordo principale si perfezioni, o, citando una celebre definizione, quelle "*provisions that make the successful completion of a first-negotiated deal more likely by making the successful acceptance of a competing bid less likely...*"¹¹⁰. Si tratta di una definizione necessariamente ampia in quanto le tipologie di negozi giuridici che possono essere ricondotte alla categoria sono estremamente varie. Aspirando ad un maggior grado di dettaglio, è possibile individuare due funzioni specifiche dei DPD: 1) essi prevedono una compensazione economica per la parte dell'accordo di fusione la quale lanci l'offerta nell'ipotesi in cui la controparte decida di non perfezionare l'accordo. Si tenga infatti presente che un processo di fusione impone notevoli costi anche nella sua fase preliminare, ossia la fase delle trattative, che non possono essere evitati: si pensi ai costi sostenuti per ricercare il potenziale *partner* dell'operazione, per gli esperti, per l'attività di *due diligence*, per gli avvocati e gli *investment bankers*¹¹¹. Come noto, un'operazione di

¹¹⁰ M. LEBOVITCH – P.B. MORRISON, *Calling a Duck a Duck: Determining the Validity of Deal Protection Provisions in Merger of Equal Transaction*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2001, p. 10.

¹¹¹ Vd. M.G. HATCH, *Comment, Clearly Defining Preclusive Corporate Lock-ups: A Bright-Line Test for Lock-up Provisions in Delaware*, in *Wash. L. Rev.*, 2000, pp. 1270 ss. Con riferimento alle banche d'affari, i contratti di consulenza prevedono generalmente una *upfront fee*, una *retainer fee* (comprensiva di un importo fisso periodico ed del rimborso delle spese); tali costi, a differenza delle *success fees* e delle *discretionary fees*, sono sostenuti dal cliente a prescindere dall'esito della transazione.

fusione può richiedere eventualmente anche l'autorizzazione di autorità preposte al controllo di particolari settori economici (ad es. Banca d'Italia, ISVAP, Federal Reserve Board) o della concorrenza (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ("**AGCM**"), Commissione Europea, US Department of Justice e Federal Trade Commission)¹¹². Inoltre, un'impresa intraprende delle trattative confidando nel buon esito delle stesse; ciò fa sì che questa tendenzialmente non consideri le altre opportunità che nel frattempo potrebbero palesarsi¹¹³ e che, una volta "saltato" l'accordo, potrebbero non essere più praticabili¹¹⁴. Infine, il fallimento di un'operazione potrebbe avere dei costi impliciti per il danno che potrebbe causare a livello di immagine per la società, immediatamente riflesso nel valore delle azioni qualora queste siano quotate¹¹⁵;

¹¹² La contribuzione prevista per la notifica di un'operazione di concentrazione, che potrebbe anche non realizzarsi, prevista dall'AGCM è pari all'1,2% del valore della transazione, sino ad un massimo di 60.000 Euro (aggiornata al 20 luglio 2010); dati disponibili sul sito www.agcm.it. A livello comunitario, invece, non è prevista alcuna spesa per la notifica; tuttavia, ai sensi del regolamento CE, n. 139/2004 del Consiglio, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese ("**Regolamento Concentrazioni**"), la Commissione potrà comminare una ammenda il cui importo può giungere sino all'1% del fatturato totale dell'impresa qualora questa fornisca, intenzionalmente o per negligenza, indicazioni o informazioni inesatte, incomplete, fuorvianti o oltre il termine prescritto; o sinanche pari al 10% del fatturato totale in caso di mancata comunicazione di una concentrazione prima della sua realizzazione, realizzazione di una concentrazione in violazione delle norme del Regolamento Concentrazioni o contravvenendo ad una decisione della Commissione (art. 14). Al contempo, quantunque la concentrazione abbia carattere transfrontaliero, la Commissione avrà la possibilità di rinviare il caso, integralmente o parzialmente, ad un'autorità nazionale se la concentrazione incide su un mercato del relativo Stato che presenta le caratteristiche di un mercato distinto (art. 9, c. 2).

¹¹³ A. GILCHRIST SPARKS III – K.J. NACHBAR, *Corporate Deal Protection – The Lay of the Land in Delaware*, in *Contest for Corporate Control*, 2001, p. 501.

¹¹⁴ Ciò che in campo di responsabilità aquiliana prende il nome di lucro cessante. Il rischio della perdita di *chances* è particolarmente acuito nei mercati altamente concentrati in cui le possibilità di concentrazione sono limitate in virtù del ridotto numero di *players*.

¹¹⁵ P.S. SUDARSANAM, *Essence of Mergers and Acquisitions*, 1995, p. 127, parla di "*smell of defeat*".

2) i DPD hanno l'ulteriore scopo di rendere maggiormente difficoltoso che l'operazione sia ostruita dall'intervento di un'altra offerta¹¹⁶. L'inizio di una trattativa attira sempre l'attenzione di altri potenziali offerenti che potrebbero beneficiare delle informazioni private rivelate dalla *target* attraverso la necessaria *disclosure* propria di un accordo di fusione per la determinazione del prezzo (*rectius*: del valore di concambio) e delle altre condizioni¹¹⁷. Uno studio condotto dalla Harvard Business School ha infatti dimostrato che le "seconde offerte", a seguito del fallimento delle prime, hanno successo nella maggior parte dei casi¹¹⁸.

L'opportunità di prevedere degli strumenti di protezione degli accordi è sorta intorno agli anni '90 dato il frequente verificarsi di *deal* annunciati e non realizzati¹¹⁹, anche in caso di operazioni amichevoli, ossia condotte concordemente da ambo le parti¹²⁰. Ciò

¹¹⁶ S.R. VOLK – L.H. LEICHER – R.S. KOLOSKI, *Negotiating Business Combination Agreements, The Seller's Point of View*, in *San Diego L. Rev.*, 1996, pp. 1110 ss.

¹¹⁷ G.V. VARALLO – S.M. RAJU, *A Process Based Model for Analyzing Deal Protection Measures*, in *Bus. Law.*, 2000, pp. 1611 ss. che evidenzia anche i rischi derivanti dalla comunicazione di *business plan* confidenziali nel caso in cui l'operazione non si perfezioni.

¹¹⁸ R.S. RUBACK, *Assessing Competition in the Market for Corporate Acquisitions*, in *J. Fin. Econ.*, 1983, pp. 147 ss.

¹¹⁹ L. MEYERSON, *Breaking up an Existing Deal – The Art of "Deal-Jumping"*, in *PLI/CORP*, 1997, p. 647, secondo il quale le operazioni più vulnerabili da questo punto di vista sono le c.d. *mergers-of-equals*, ossia fusioni tra soggetti di valore simile, il cui successo si basa più che sul pagamento immediato di un premio alla *target*, sulla creazione di sinergie nel lungo periodo e che, di regola, non comportano un cambio di controllo nelle società fondende.

¹²⁰ Le c.d. "*friendly acquisitions*" sono caratterizzate dalla negoziazione diretta tra gli organi amministrativi delle società coinvolte, a differenza delle "*hostile acquisitions*" in cui l'acquirente scavalca il consiglio e rivolge la propria offerta direttamente agli azionisti della *target*, attraverso un'offerta pubblica o la sollecitazione di deleghe di voto. Esemplicando, le acquisizioni amichevoli sono motivate generalmente dalla ricerca di sinergie; di contro, le acquisizioni ostili mirano a migliorare le *performance* aziendali (sostituendo, ad esempio, il *management*), al fine di incrementare i ricavi di gruppo, vd. M.C. JENSEN, *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeover: Comment*, 2003, disponibile sul sito www.ssrn.com.

Le acquisizioni amichevoli rappresentano oggi la norma nelle operazioni di M&A in quanto meno costose, più rapide, meno rischiose in quanto coadiuvate dall'attività di *due diligence* e più scorrevoli nel loro sviluppo, vd. P.S. SUDARSANAM, (nt. 115), p. 128; G. STEDMAN, *Takeovers*, 1993, *passim*. Ciò

ha spinto gli avvocati a elaborare fantasiose forme di protezione dell'accordo, trattandosi di un ambito, in particolare quello statunitense, che non presentava e non presenta tutt'ora particolari limiti di legge¹²¹. Ad oggi, tali strumenti rappresentano una costante nelle operazioni di M&A a livello mondiale¹²². Ciò anche in ragione del fatto che, oltre alle ragioni che spingono l'acquirente ad inserire DPD nelle trattative, anche la *target* avrà interessi propri e differenti a tal fine: innanzitutto la previsione di uno strumento di protezione dissuaderà i potenziali acquirenti non seriamente intenzionati, i quali, una volta siglato l'accordo non potranno rinegoziare il prezzo al ribasso (salvo specifiche previsioni negoziali, *i.e. price adjustment*, le quali, in ogni caso, sono generalmente legate a fattori previamente individuati: non si tratterebbe quindi di una vera e propria rinegoziazione). Inoltre, così come per l'acquirente, in caso di un'offerta concorrente, anche la *target* potrebbe essere rimpiazzata all'ultimo momento con un'altra società, con evidenti danni di immagine¹²³.

Prima di procedere all'analisi delle singole tipologie di DPD è opportuno chiedersi se tali strumenti siano effettivamente funzionali alla protezione dell'interesse degli azionisti (e quindi alla loro tutela) ovvero possano essere utilizzati dagli amministratori

nonostante, è stato evidenziato come le acquisizioni ostili abbiano creato maggior valore nel lungo periodo rispetto a quelle amichevoli, vd. P.S. SUDARSANAM – A.A. MAHATE, *Are Friendly Acquisitions Too Bad for Shareholders and Managers? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers*, in *British J. Management*, 2006, pp. 7 ss.

¹²¹ I giuristi di matrice anglosassone risultano particolarmente creativi e audaci nei settori nei quali la legge risulta non particolarmente chiara, vd. E.O. SMIGEL, *The Wall Street Lawyer*, 1964, pp. 7 ss.

¹²² H.P. TARBERT, *Merger Breakup Fees: A Critical Challenge To Anglo-American Corporate Law*, in *Law & Pol'y Int'l Bus.*, 2003, p. 633.

¹²³ F.G. DAVITT, *Orchestrating Takeover Talks: The Corporate Board*, in ALI-ABA, 2001, p. 677; P.S. BIRD – R.G. THORPE, *Selected Issues in Documenting Deals: Lock-Ups, Deal Protection and Social Issues*, in PLI/CORP, 1998, p. 258.

per perseguire interessi propri e quindi extra-sociali¹²⁴. Anticipando le conclusioni che verranno esposte in seguito, è possibile affermare, sulla base di dati e studi empirici, che, mediamente, i DPD producono l'effetto di creare valore per la società e quindi per i soci.

Tipicamente un'operazione di M&A si realizza attraverso due fasi: la prima si conclude con la firma di un accordo da parte dei rispettivi consigli di amministrazione delle società coinvolte, la seconda, invece, con l'adempimento di tutti gli obblighi conseguenti all'accordo: trasferimento dei fondi da parte delle banche, autorizzazioni, approvazioni assembleari etc.¹²⁵. Le fusioni, in particolare, si caratterizzano per una procedimentalizzazione necessaria, scandita da vari adempimenti. I DPD mirano di regola ad evitare che nel periodo intercorrente tra le diverse fasi intervengano fattori che impediscano il perfezionamento dell'operazione, quali, ad esempio, offerte concorrenti, cambi di strategie aziendali. Affrontando la questione da una prospettiva di diritto italiano, tali circostanze potrebbero avvenire tra il deposito del progetto di fusione da parte degli organi amministrativi delle società interessate (art. 2501-ter c.c.) e l'approvazione dello stesso da parte delle rispettive assemblee dei soci (art. 2502 c.c.). Considerato che, una volta depositato, il progetto di fusione non potrà più essere soggetto a modifiche (quanto meno con

¹²⁴ La possibile tensione tra azionisti e *management* è una tematica che ha investito diversi settori del diritto societario, per la cui soluzione sono state avanzate svariate ipotesi cui non è possibile dar conto in questa sede. Si rinvia, senza pretese di esaustività, a J.C. COFFEE JR., *Shareholders vs. Managers: The Strain in the Corporate Web*, in *Mich. L. Rev.*, 1986, pp. 1 ss.

¹²⁵ J.C. FREUND, *Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions*, 1975, pp. 59 ss.; A.H. MOLOD, *Forms and Paperwork, in The Mergers and Acquisitions Handbook*, 1987, pp. 261 ss.; E.L. MILLER, *Mergers and Acquisitions: A step-by-step legal and practical guide*, 2008, pp. 131 ss.; W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, (nt. 21), pp. 462 ss.

riferimento ai diritti dei soci e dei terzi), il DPD potrà essere inserito nel progetto stesso, ovvero costituire un accordo ancillare distinto, ma, in ogni caso, antecedente al suddetto adempimento. Nell'ambito di una fusione transfrontaliera, inoltre, le parti, in base al principio di autonomia delle stesse¹²⁶, potranno decidere da quale legge esso dovrà essere regolato e quindi presumibilmente individueranno l'ordinamento che maggiormente si dimostrerà familiare con tali strumenti o con il quale esse saranno maggiormente familiari, sia dal punto di vista della legislazione, sia della giurisprudenza, anche indipendentemente dalla legge che disciplinerà la fusione. In particolare, il Regno Unito sembra avere la migliore tradizione sul tema trattandosi probabilmente dell'economia e del mercato di capitali più sviluppati nel contesto europeo¹²⁷ e che più conosce queste forme di protezione delle operazioni.

Sebbene non sia possibile stilare una classificazione puntuale dei DPD, in quanto si tratta di una categoria "fluida, mutevole e senza particolari limiti di legge"¹²⁸, la dottrina¹²⁹ ha comunque individuato quattro categorie di strumenti di protezione: (i) *confidentiality provisions*; (ii) *stock options and asset lockups*, (iii) *no-shop/no-talk provisions*; (iv) *break fees*. Dopo aver descritto

¹²⁶ Tale principio è stato cristallizzato anche dall'art. 3 del regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 17 giugno 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, che ricalca fondamentalmente la Convenzione di Roma del 1980, cfr. A. GARDELLA, *Commento all'art. 3 del reg. CE n. 593/2008*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2009, pp. 611 ss. Per una ricognizione generale del principio vd. P. PICONE, *Autonomia della volontà e pluralità dei metodi di coordinamento tra ordinamenti*, in *La riforma italiana del diritto internazionale privato*, P. PICONE (a cura di), 1998, pp. 515 ss.

¹²⁷ Per un'analisi delle previsioni legislative che disciplinano i DPD nel Regno Unito, vd. A. MONTGOMERY – G. DAVIES – J. PALMER, *Deal Protection Measures in the UK*, in *Int'l Fin'l L. Rev.*, 2005, pp. 24 ss.

¹²⁸ G.V. VARALLO – S.M. RAJU, *A Fresh look at Deal Protection Devices: Out from the Shadow of the Omnipresent Specter*, in *Del. J. Corp. L.*, 2001, p. 976.

¹²⁹ H.P. TARBERT, (nt. 122), p. 634.

brevemente ciascuna categoria, ci si soffermerà sulle *break (o termination) fees* in quanto sono attualmente il DPD più in uso nella prassi degli affari internazionali¹³⁰, anche se non ancora così diffuso in Italia e, più generalmente, in Europa continentale.

(i) Gli accordi di confidenzialità semplicemente vincolano le società a non rivelare i termini della fusione e le informazioni ottenute nell'ambito delle trattative e dell'attività di *due diligence*, per un periodo di tempo predeterminato. Le ragioni di una tale previsione sono facilmente individuabili: lo sviluppo di una trattativa porta a conoscenza delle parti informazioni confidenziali, la cui rivelazione al mercato o a concorrenti potrebbe risultare disastrosa: si pensi al trattamento dei dipendenti, ai contratti in essere, attivi o passivi, di cui la società è parte, alla pendenza di eventuali controversie giudiziali. Si verificherebbe innanzitutto il rischio che tali informazioni possano essere utilizzate da soggetti terzi per lanciare un'offerta concorrente che non dovrebbe scontare i costi sostenuti per ottenere i dati in parola, con evidente pregiudizio per il primo offerente. Quest'ultimo, a sua volta, nel caso l'accordo naufraghi, potrebbe utilizzare le notizie ottenute, ad esempio, nell'ambito di una successiva fusione con un *competitor* della società *target*. Questo genere di accordi è ormai patrimonio anche dell'esperienza legale dell'Europa continentale; essi, a differenza di altri DPD, sono sottoscritti in una fase antecedente l'inizio delle trattative, ma hanno un'efficacia immediata ed una durata che generalmente sarà superiore a quella delle trattative, posto che gli interessi tutelati potrebbero essere violati anche successivamente all'interruzione delle negoziazioni qualora non si giunga al perfezionamento dell'operazione¹³¹. Sebbene gli obblighi

¹³⁰ W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, (nt. 21), p. 576.

¹³¹ S. TERSILLA, *La lettera di intenti nella trattativa per l'acquisizione di un pacchetto azionario di riferimento*, in *Dir. comm. int.*, 2003, pp. 517 ss. E'

derivanti da questo tipo di accordi potrebbero essere ricavati anche dall'applicazione del generale dovere di correttezza e buona fede nello svolgimento delle trattative (in Italia sancito dall'art. 1337 c.c.)¹³², tuttavia la previsione di un'apposita previsione contrattuale, accompagnata eventualmente da una penale predeterminata in caso di violazione degli obblighi¹³³, permette di offrire una tutela contrattuale eventualmente più ampia, nonché più immediata ed efficace.

Nel mondo degli affari anglosassone sovente gli accordi di confidenzialità sono accompagnati da "*standstill clauses*", le quali impediscono che l'offerente acquisti azioni della controparte sul mercato per un periodo che generalmente non eccede i due anni dalla stipula delle stesse; ciò al fine di evitare che l'originario carattere amichevole della transazione possa essere mutato in ostile - una volta ottenute le informazioni ritenute sensibili - da parte dell'offerente¹³⁴.

possibile che le parti non indichino alcun termine di durata degli accordi di confidenzialità; si può in tal caso ipotizzare che detto termine possa essere stabilito dall'autorità giudiziaria sulla base delle risultanze concrete, vd. A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, 2007, p. 104.

¹³² U. DRAETTA, *Documenti precontrattuali nei negoziati relativi a mergers and acquisitions. Rassegna della prassi internazionale*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, F. BONELLI – M. DE ANDRÉ (a cura di), 1990, p. 101.

¹³³ L'opportunità di prevedere una penale deriva dalla difficoltà di quantificare i danni derivanti dalla violazione di un obbligo di confidenzialità, cfr. U. DRAETTA, *Trattative e loro documentazione*, in *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, U. DRAETTA – C. MONESI (a cura di), 2007, p. 82, il quale sottolinea che la validità di una clausola penale deve essere valutata alla luce della legge applicabile potendosi riscontrare a riguardo orientamenti divergenti tra gli ordinamenti.

¹³⁴ Sia le *confidentiality provisions*, sia le *standstill clauses* sono considerate valide dalle Corti statunitensi, con l'unico limite della durata, la quale non deve risultare "abnorme", vd. *Ivanhoe Partners v. Newmont Min. Corp.*, 533 A.2d 585, 609 (Del. Ch. 1987). Di carattere opposto la valutazione dei commentatori del Regno Unito, che hanno considerato tali accordi in contrasto con lo spirito e la lettera del *City Code on Takeover and Mergers*, vd. *Company Law § 12.336.1 (2001)*, "It is not acceptable for a target to provide information covered by rule 20.2 to one existing or potential offeror when it might be unable to provide this information to another existing or potential offeror on an equal basis, e.g.

(ii) Le *stock options and asset lockups* ricoprono ad oggi un ruolo del tutto marginale. In base a tali previsioni, le società fondende si concedono reciprocamente diritti di opzione esercitabili nel caso l'operazione non si perfezioni per il verificarsi di eventi nella disponibilità delle parti (ad es. delibera contraria dell'assemblea o raggiungimento di un accordo con una società terza). Ne discende che qualora una delle società decida di non concludere l'accordo di fusione, l'altra potrà esercitare l'opzione, sottraendo alla controparte un numero rilevante di azioni (anche eventualmente tale da garantirne il controllo), ovvero degli *asset strategici*¹³⁵. Tali DPD, dopo un decennio in cui erano estremamente popolari (1990-2000), sono virtualmente scomparsi

because the information is subject to a confidentiality obligation with a third party".

In Europa, il problema della durata temporale dell'accordo si è posto in relazione ad alcuni strumenti che di fatto proteggono l'accordo *ex post*, ossia quando esso è già stato concluso: si tratta delle c.d. clausole di non concorrenza. L'ordinamento italiano stabilisce all'art. 2596 c.c. che un patto che limita la concorrenza è valido se non eccede i cinque anni. Tale previsione, però, risulta diversa in caso di un'operazione a carattere transfrontaliero: pur riconoscendo la necessità di tali accordi per garantire all'acquirente il valore integrale dell'investimento, l'art. 18 della "Comunicazione della Commissione Europea sulle restrizioni direttamente connesse e necessarie alle concentrazioni" ne fissa il limite temporale (i) a tre anni quando la cessione comprende sia l'avviamento dell'azienda, sia il trasferimento di *know-how*, (ii) a due anni quando essa è limitata all'avviamento.

¹³⁵ J.C. COATES – G. SUBRAMANIAN, *A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory & Evidence*, in *Stan. L. Rev.*, 2000, pp. 307 ss.; D.H. FRANKLE, *Fiduciary Duties in Considering Deal Lockups – What's a Board to Do?*, in *PLI/CORP.*, 2001, pp. 313 ss. Poiché gli *asset* oggetto dell'opzione erano di regola strategici per la società, questo DPD è stato soprannominato il "*crown jewel*" e la giurisprudenza statunitense si è a lungo interrogata circa la validità dello stesso, vd. *Unocal Corp. v. Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 954 (Del. 1985); *Mills Acquisition Co. v. Mcmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1286 n. 37 (Del. 1988); *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994); *Ace Limited v. Capital Re Corp.*, 747 A.2d 95, 98, 102, (Del. Ch. 1999); *In re IXC Communications, Inc., S'holders Litig.*, No. 17334 (Del Ch. 1999). In *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989), ciascuna delle parti disponeva di un diritto di opzione su circa il 10% delle azioni della controparte; i giudici hanno ritenuto che tale aspetto dell'accordo aveva il "*rational business purpose*" di proteggere la fusione. La giurisprudenza britannica si è approcciata allo strumento limitandone sensibilmente l'utilizzo, vd. *Rule 21.2 del City Code on Takeovers and Mergers and the Rules Governing Substantial Acquisition of Shares*, 2002, disponibile sul sito <http://thetakeoverpanel.org.uk>.

negli USA dopo che il Financial Accounting Standard Board ha eliminato il metodo contabile c.d. "pooling of interest"¹³⁶. In Europa, in ragione anche delle diverse regole che disciplinano la *corporate governance* delle società, tali strumenti non hanno praticamente mai visto la luce.

(iii) Ulteriore esempio di DPD è rappresentato dalle *no-shop provisions*, in virtù delle quali le parti concordano di non profondersi attivamente nella ricerca, durante il periodo intercorrente tra *signing* e *closing*, di offerte migliori, ancorché la *target* potrà eventualmente accettare offerte concorrenti non sollecitate direttamente (*no-shop* o *window-shop clauses*)¹³⁷. Tali clausole possono essere conformate in modo da far sorgere esclusivamente un obbligo di comunicazione alla controparte circa l'esistenza di trattative parallele, attività, quest'ultima, di per sé lecita che però incontra il limite della responsabilità per *culpa in contrahendo*¹³⁸.

¹³⁶ Un metodo in virtù del quale, nelle operazione di M&A, le voci dei bilanci delle società partecipanti si sommano semplicemente, senza l'applicazione di alcuna tassa.

Dal 2002 non si rileva alcuna operazione, di società con una capitalizzazione superiore ai 50 milioni di dollari, che contempa *stock options* o *asset lockups*. Fonte: *The Thomson Financial M&A database*.

¹³⁷ In *Ace Limited v. Capital Re Corp.* (nt. 135), p. 106, la Corte ha definito tali clausole quali accordi "not to play footsie with other potential bidders or to stir up an auction". In linea generale, le summenzionate previsioni hanno superato lo scrutinio delle corti statunitensi (vd. *McMillan v. Intercargo Corp.*, 768 A.2d 492, 505 (Del. Ch. 2000)), anche se si possono riscontrare alcune pronunce discordanti (cfr. *Paramount Communications, Inc., v. QVC Network Inc.*, (nt. 135), p. 51). In realtà in quest'ultimo caso la clausola era accompagnata da altri strumenti di protezione dell'accordo, cosicché è ragionevole sostenere che, in presenza di altre restrizioni collegate, difficilmente una clausola di *no-shop* potrà essere considerata valida. Nel Regno Unito, sebbene nessuna corte si sia espressa chiaramente sul punto, la Corte Suprema del New South Wales ha ammesso una clausola, che nella sostanza ricalcava il contenuto di una *no-shop*, in quanto essa era prevista "for no more than a reasonable period capable of precise ascertainment", vd. *In re Arthur Yates & Co. Ltd.* (2001) 36 A.C.S.R. 758, 9.

¹³⁸ G. COLTRARO, *Le trattative e gli accordi preparatori all'operazione di fusione: prime riflessioni*, in *Vita not.*, 2009, pp. 1119 ss.

Maggiormente restrittive sono poi le *no-talk provision*, le quali impediscono alle società coinvolte di accettare o anche solo negoziare un'offerta concorrente. In altre parole, esse impediscono "the possibility of flirtation altogether"¹³⁹. I giudici, però, si sono rivelati alquanto severi nella valutazione dei suddetti accordi, giungendo persino a considerarli potenzialmente delle forme di violazione della *duty of care* degli amministratori nei confronti degli azionisti¹⁴⁰; anche se non mancano pronunce contrarie¹⁴¹. I DPD in parola prendono, in Europa, il nome di "accordi di esclusiva", in virtù dei quali le parti si impegnano a non intraprendere trattative relative alla medesima operazione con soggetti terzi per un periodo di tempo limitato¹⁴². Qualora le parti non abbiano individuato tale limite temporale, tale funzione sarà svolta dall'autorità giudiziaria effettuando un equo bilanciamento dei reciproci interessi¹⁴³.

(iv) I DPD che risultano più affascinanti per quanto concerne i propositi di questo studio sono le c.d. *breakup fees* o *termination fees* e ciò in quanto se da un lato esse sono diventate una costante nell'ambito delle fusioni (in particolare di quelle transfrontaliere) nei paesi anglosassoni, dall'altro nell'Europa continentale incontrano ancora qualche resistenza culturale che ne ha limitato sin'ora la diffusione.

Rispetto agli altri metodi di protezione dell'accordo, quello in parola presenta un meccanismo di funzionamento alquanto semplificato: si prevede una sorta di penale predeterminata che

¹³⁹ H.P. TARBERT, (nt. 122), p. 637.

¹⁴⁰ *Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals*, 202, 203 (Del Ch. 1999).

¹⁴¹ *Rand v. Western Air Lines, Inc., No.*, CIV.A.8632, (Del. Ch. 1994).

¹⁴² Vd., in particolare, A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, 2004, pp. 81 ss. che richiama la classificazione esposta in precedenza con riferimento all'esperienza anglosassone, distinguendo tra accordi di *window-shop*, *no-merger*, *no-shop* e *right to match*.

¹⁴³ M. DI CHIO, *La compravendita di partecipazioni sociali*, A. BAUDINO (coordinato da), 2009, pp. 68 ss.

dovrà essere pagata qualora la fusione non si perfezioni per il verificarsi di determinati eventi, quali tipicamente: (a) l'esercizio di *fiduciary out*¹⁴⁴ da parte dell'organo di amministrazione; (b) la violazione da parte della società di garanzie o *covenants*; (c) la delibera negativa da parte dell'assemblea degli azionisti; (d) l'accettazione di un'offerta concorrente¹⁴⁵. La differenza immediatamente percepibile rispetto agli altri DPD è che le *break fees* determinano il trasferimento immediato di una quantità di denaro in favore della parte *in bonis*, mentre negli altri casi (*confidentiality* e *no-shop provisions*), salva l'ipotesi della previsione di una penale, sarà necessaria un'azione giudiziaria per dimostrare l'esistenza di una responsabilità (di norma contrattuale) in capo alla controparte. Inoltre, per quanto concerne il diritto americano, le *breakup fees* non prevedono la possibilità per il *board* di contemplare un *fiduciary out* in virtù del quale rinunciare ai DPD previsti¹⁴⁶.

La giustificazione di tali strumenti è essenzialmente duplice: le *termination fees* mirano principalmente a compensare l'acquirente dei costi sostenuti (*i.e.* ricerche e parcella degli esperti) per lanciare un'offerta¹⁴⁷ e a ridurre la probabilità che intervengano

¹⁴⁴ Posto che gli amministratori debbano agire nel miglior interesse degli azionisti, essi si riservano, negli accordi di fusione, di accettare eventuali offerte a condizioni superiori intervenute successivamente; tali previsioni prendono il nome di *fiduciary out* appunto.

¹⁴⁵ D. J. BLOCK – M.B. AROUH, *Public Company M&A: Recent Developments in the Market for the Corporate Control, Defensive Mechanisms, and Other Deal Protection Techniques, and Recent Changes to Security Holders Communications*, in 1225 PLI/CORP 9, 2001, p. 67.

¹⁴⁶ H.P. TARBERT, (nt. 122), p. 641.

¹⁴⁷ Tale motivazione è considerata particolarmente meritevole di tutela dalle corti americane al punto che essa è servita a legittimare le *termination fees* anche in casi in cui gli altri strumenti di protezione previsti nell'accordo di fusione erano stati dichiarati nulli, vd. *Paramount Communications, Inc., v. QVC Network Inc.*, (nt. 135), p. 51.

offerte concorrenti¹⁴⁸. Dal punto di vista della *target*, proposito dei suddetti DPD, sebbene potenzialmente riducano la possibilità di offerte da parte di terzi, è di incentivare il potenziale offerente ad intraprendere delle trattative e conseguentemente sostenere i relativi costi; inoltre, le *termination fees* permettono alla *target* di controllare il processo di vendita nel caso in cui questo possa arrecare pregiudizio alla società¹⁴⁹. Una prima questione da affrontare a questo proposito è se questa tipologia di DPD costituisca una violazione dei *duty of loyalty* da parte degli amministratori. A livello teorico, la dottrina si è divisa tra chi ha sostenuto l'opportunità di negare validità allo strumento al fine di incentivare il mercato per il *corporate control*¹⁵⁰, ovvero in ragione del fatto che in presenza di *break fees* le offerte iniziali sarebbero inferiori¹⁵¹; altri invece ne hanno auspicato la diffusione in quanto esse solleciterebbero offerte di acquisto/fusione¹⁵². La risposta al quesito è stata fornita in maniera profondamente diversa dall'ordinamento statunitense e da quello britannico, espressione di due diversi approcci legislativi: *litigation vs. regulation*¹⁵³. Senza

¹⁴⁸ N.A. HOGAN, *Drafting M&A Deal Protections*, in 1225 PLI/CORP 465, 2001, p. 467.

¹⁴⁹ J.C. COATES, (nt. 56), p. 6.

¹⁵⁰ A. SCHWARTZ, *Search Theory and the Tender Offer Auction*, in *J. L., Econ. And Org.*, 1986, pp. 229 ss.

¹⁵¹ I. AYRES, *Analyzing Stock Lockups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*, in *Col. L. Rev.*, 1990, pp. 682 ss.

¹⁵² S. FRAIDIN – J. HANSON, *Toward Unlocking Lockups*, in *Yale L. J.*, 1994, pp. 1739 ss.; M. KAHAN – M. KLAUSNER, *Lockups and the Market for Corporate Control*, in *Stan. L. Rev.*, 1996, pp. 1539 ss.

¹⁵³ Nella concezione di liberalismo classico, l'economia dovrebbe essere governata attraverso l'individuazione *ex ante* di diritti chiari, lasciando le parti libere di contrattare entro i limiti previamente stabiliti. I diritti di origine negoziale, in caso di violazione, potrebbero essere fatti valere attraverso azioni giudiziali. La possibilità di *enforcement* dei propri diritti costituirebbe un incentivo ad adottare condotte efficienti. In tale contesto non vi sarebbe quindi necessità di una regolamentazione a livello statale, vd. R. COASE, *The Problem of Social Cost*, in *J. L. and Econ.*, 1960, pp. 1 ss.; G. BECKER, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, in *J. Pol. Econ.*, 1968, pp. 169 ss.; R. POSNER, *A Theory of Negligence*, in *J. Legal Studies*, 1973, pp. 205 ss.; M. SPENCE, *Consumers Misperceptions, Product Failure and Producer Liability*, in *Rev. Econ. Studies*,

dilungarsi sulle discipline precipue, basti qui indicare che negli Stati Uniti non esistono costrizioni legali, imposte dalla *Federal Law*, nel modellare *breakup fees*; l'unico limite sarà rappresentato dai generali *fiduciary duty* che gravano sugli amministratori in base a ciascuna legge statale¹⁵⁴. Per ottenere una dichiarazione di invalidità di una *termination fee*, gli azionisti dovranno quindi eventualmente dimostrare che la previsione sia frutto di una condotta sleale (*disloyal*) e gravemente negligente (*grossly negligent*). In altre parole, le *break fees* non sono espressamente soggette ad alcuna limitazione per quanto concerne il loro ammontare¹⁵⁵. Seguendo un approccio opposto a quello appena

1977, pp. 561 ss.; S. SHAVELL, *Foundations of Economic analysis of Law*, 2004, pp. 1ss. Di contro, nel tardo '900, si è affacciata una diversa tecnica che consiste nell'individuare agenzie, controllate dal potere politico, che regolino specificamente alcune attività economiche individuate, vietando o permettendo accordi negoziali (ad es. settore dell'energia elettrica e del gas). L'opportunità di una regolamentazione in alcuni settori economici è stata sostenuta da G. CALABRESI, *The Cost of Accident*, 1970, pp. 1 ss.; S. SHAVELL, *Liability for Harm versus Regulation of Safety*, in *J. Legal Studies*, 1984, pp. 357 ss.; ID, *A Model of the Optimal Use of Liability and Safety Regulation*, in *RAND J. Econ.*, 1984, pp. 271 ss.; J. SCHWARTZSTEIN – A. SHLEIFER, *Litigation and Regulation*, 2009, disponibile sul sito www.nber.org/papers/w14752, (ultima visita: agosto 2010).

¹⁵⁴ J.C. COATES – G. SUBRAMANIAN, (nt. 135), pp. 331 ss. Vd. anche *Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford*, 918 A.2d 1172, (Del Ch. 2007), nel quale si evidenziano i fattori da tenere in considerazione per valutare una *break fee*, tra cui riveste particolare rilevanza l'ammontare della somma pattuita.

¹⁵⁵ Ciò nonostante, generalmente le *breakup fees* sono fissate in misura pari ad una percentuale del valore della transazione che oscilla tra l'1 e il 4%, vd. WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *Takeover Law and Practice*, 2009, p. 63. Questo si verifica in quanto esse sono comunque soggette ad uno scrutinio giudiziale: le due decisioni-giuda sul tema sono *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) e *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). Secondo lo standard dettato dalla prima, nel valutare i DPD, è necessario che 1) l'offerta di terzi rappresenti un reale pericolo per la politica societaria e 2) lo strumento di protezione risulti "reasonable" rispetto alla propria funzione; quest'ultimo aspetto è stato ulteriormente chiarito in *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995); vd. anche R.J. GILSON – R. KRAAKMAN, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, in *Bus. Law.*, 1989, pp. 247 ss. Il maggiore scrupolo, rispetto al tradizionale "Business Judgement Rule", nel valutare le decisioni degli amministratori si giustifica in quanto la previsione di uno strumento di protezione di un accordo potrebbe facilmente prestare il fianco ad azioni in conflitto da parte del *board*; cfr. J.W. ORAVETZ, *Is a Merger Agreement Ever Certain? The Impact of the Omniscient Decision On Deal*

descritto, nel Regno Unito tre diversi complessi normativi fissano limiti per la determinazione di questi DPD: (1) il Takeover Code¹⁵⁶ stabilisce che l'ammontare delle *fees* non può eccedere l'1% del valore dell'operazione; (2) il *Companies Act* vieta qualunque forma di assistenza finanziaria da parte di società quotate per l'acquisto di proprie azioni. Le *break fees* sono esentate a patto che non eccedano l'1% del valore dell'offerta¹⁵⁷; (3) infine anche nel Regno Unito esistono dei generali doveri degli amministratori nei confronti degli azionisti (*fiduciary duties*). Le caratteristiche principali di quest'ultimo approccio sono la chiarezza, nella sua semplicità, della regola; dei costi di transazione estremamente bassi, data la mancanza di controversie legate all'ammontare della *fee*; ed infine l'aumento di offerte iniziali. Il sistema statunitense, di contro, estremamente complesso e costoso in virtù del necessario ricorso all'autorità giudiziale in caso di contestazione, si caratterizza per un'estrema volatilità del *range* di ammissibilità del valore delle *termination fees*, che comunque risulta mediamente superiore rispetto al Regno Unito (3% contro 1%); sembra però che questo

Protection Devices, in *Del. J. Corp. L.*, 2004, pp. 809 ss. Secondo i c.d. "*Revlon Duties*", invece, in caso di cessione/fusione della società, gli amministratori non dovranno semplicemente preservarne il valore, ma dovranno massimizzarne il prezzo di vendita/di concambio nell'interesse degli azionisti; pertanto i *managers* dovranno accettare eventuali offerte concorrenti qualora più convenienti. Sebbene si sia creata confusione riguardo l'ambito di applicazione di questo standard (vd. R.J. GILSON – R. KRAAKMAN, *What Triggers Revlon?*, in *Wake Forest L. Rev.*, 1990, pp. 37 ss.; S.J. GRIFFITH, *Deal Protection Provision in the Last Period of Play*, in *Fordham L. Rev.*, 2003, p. 1908), sembra che esso trovi applicazione nel caso in cui l'operazione determini un cambio di controllo, vd. WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *supra* in questa nota, p. 63; J.W. ORAVETZ, *idem*, pp. 811 ss.

¹⁵⁶ THE PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS, *The Takeover Code*, § 21.2. Tale codice, inizialmente non vincolante, ha oggi forza di legge in tutti i casi di offerte pubbliche di società quotate in seguito all'implementazione della direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio, n. 2004/25/CE; vd. J. ARMOUR – D. SKEEL, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, in *Geo. L. J.*, 2007, pp. 1727 ss.

¹⁵⁷ *Companies Act* 2006 (c. 46), Part 18, Chapter 2.

metodo legislativo, pur riducendo la possibilità di offerte concorrenti, complessivamente aumenti l'attività di M&A¹⁵⁸.

Dopo aver brevemente tracciato le discipline scelte dai due Paesi in cui maggiormente le *termination fees* sono diffuse, si analizzerà il panorama europeo continentale. Una delle ragioni per le quali questi DPD hanno conosciuto un minore sviluppo è che, a differenza degli USA e del Regno Unito, caratterizzati da una frammentazione dell'azionariato¹⁵⁹, gli altri Paesi europei presentano una maggiore contiguità tra proprietà e gestione societaria. Ne deriva che il rischio di una delibera negativa dell'assemblea dei soci - e quindi un contrasto tra i due organi societari - che in genere è una delle ragioni per le quali il meccanismo remediale delle *termination fees* può attivarsi, risulta estremamente improbabile. Per di più, è stato empiricamente dimostrato che le operazioni tra società ad azionariato diffuso presentano più frequentemente delle *termination fees* (78%) rispetto ad operazioni tra parti caratterizzate da una forte concentrazione azionaria (13%)¹⁶⁰. Ulteriore motivazione dello scarso ricorso a questo tipo di DPD in Europa può essere individuato nella peculiarità del relativo mercato dei capitali: come evidenziato precedentemente, una delle ragioni alla base della previsione in parola è il rendere meno probabile che intervenga un'offerta concorrente, che possa non tener conto delle spese sostenute dal primo offerente nel condurre le trattative e benefici invece delle informazioni diffuse in tale procedimento. Orbene, i mercati europei risultano meno sviluppati rispetto a quelli

¹⁵⁸ J.C. COATES, (nt. 56), p. 34.

¹⁵⁹ R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER, *Corporate Ownership around the World*, in *J. Fin.*, 1999, pp. 471 ss.

¹⁶⁰ J.F. COATES, *The Powerful and Pervasive Effects of Ownership on M&A*, 2010, manoscritto non ancora edito al momento in cui si scrive e consultato per gentilezza dell'Autore. La ricerca è stata condotta su un campione di 120 accordi di fusione che coinvolgevano società statunitensi quotate e non.

anglosassoni e il fenomeno delle offerte concorrenti risulta sostanzialmente marginale, conseguentemente anche l'esigenza di prevedere uno strumento di tutela contro di esso. Al contempo, però, obiettivo della Direttiva Fusioni è quello di garantire il completamento e il funzionamento del mercato unico. In un mercato maggiormente integrato ed esteso, quale quello europeo, la probabilità che si verifichino delle forme di competizione per l'acquisto di società *target* è altamente più probabile rispetto ad un contesto puramente nazionale. Con una semplificazione delle fusioni transfrontaliere che determini un incremento del numero delle stesse, si potrebbe quindi immaginare un parallelo sviluppo delle *breakup fees*, sulla scorta dell'esempio anglosassone. E' prospettabile quindi, nell'immediato futuro, un crescente interesse (sia pratico, sia teorico) per questa tipologia di DPD, derivante dall'accresciuta necessità di proteggere gli accordi.

Una seconda questione da dirimere riguarda la funzionalità delle *termination fees* rispetto all'interesse tutelato, ossia retribuire l'offerente per le spese sostenute e prevenire offerte potenzialmente dannose per la società, in ultima istanza proteggere gli azionisti massimizzando il valore della loro partecipazione. In linea teorica, l'esistenza di un "mercato per il controllo" dovrebbe limitare il potere degli amministratori di agire in conflitto e quindi nel proprio interesse anziché in quello della società. Qualora i *managers* coartino parte del valore reale delle azioni a proprio vantaggio, estraendo benefici privati, potenziali acquirenti potrebbero essere attratti dall'acquisto di un complesso aziendale sottostimato al fine di attrarre a sé la quota di valore non espressa. In seguito all'acquisizione, gli amministratori che abbiano gestito la società in maniera inefficiente sarebbero sostituiti da

altri amministratori individuati dalla nuova proprietà¹⁶¹. Questa minaccia dovrebbe spingere i *managers* ad agire maggiormente nell'interesse dei soci¹⁶². I DPD, così come altri meccanismi di difesa (*i.e. poison pill* etc.) possono, però, rappresentare un ostacolo al funzionamento di questo meccanismo virtuoso¹⁶³, nel senso che con essi gli amministratori potrebbero "blindare" un accordo concluso unicamente o principalmente nel proprio interesse, privilegiandolo rispetto ad uno maggiormente conveniente per la società¹⁶⁴. Si tratta quindi di valutare se le *termination fees* producano un effetto positivo per i soci. Gli studi empirici a disposizione confermano la posizione di chi aveva accolto positivamente questi strumenti¹⁶⁵. Le *breakup fees*, infatti, producono effetti positivi per gli azionisti, nei termini in cui, stando agli studi a disposizione, un'operazione che preveda tali strumenti, rispetto ad un'operazione che non li preveda, avrà un più alto grado di probabilità di realizzazione e riconoscerà un premio maggiore per i soci della *target*¹⁶⁶. Ciò può essere spiegato in virtù

¹⁶¹ R.J. GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, in *Stan. L. Rev.*, 1981, p. 842.

¹⁶² H.G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *J. Pol. Econ.*, 1965, pp. 110 ss.; M.C. JENSEN – R.S. RUBACK, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, in *J. Fin'l Econ.*, 1983, pp. 5 ss.; L.A. BEBCHUK, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 1994, disponibile sul sito www.ssrn.com; WJ. CARNEY, *The Legacy of "The Market for Corporate Control" and the Origins of the Theory of the Firm*, in *Case West. Res. L. Rev.*, 1999, pp. 215 ss.; in un'accezione critica vd. J.P. WALSH – R.D. KOSNIK, *Corporate Raiders and Their Disciplinary Role in the Market for Corporate Control*, in *Aca. Mgmt. J.*, 1993, pp. 671 ss.

¹⁶³ J.C. COATES, (nt. 88), p. 837; E. LEVY, *Corporate Courtship Gone Sour: Applying a Bankruptcy Approach to Termination Fee Provisions in Merger and Acquisition Agreements*, in *Hofstra L. Rev.*, 2003, pp. 1361 ss.

¹⁶⁴ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, (nt. 155), p. 955. B. BRANTLEY, *Deal Protection or Deal Preclusion? A Business Judgement Rule Approach to M&A*, in *Tex. L. Rev.*, 2002, pp. 345 ss.

¹⁶⁵ Vd. *supra* nt. 152.

¹⁶⁶ M.S. OFFICER, *Termination Fees in Mergers and Acquisition*, in *J. Fin'l Econ.*, 2003, pp. 431 ss.; T. BATES – M. LEMMON, *Breaking up is Hard to Do? An Analysis of Termination Fee Provisions and Merger Outcomes*, in *J. Fin'l Econ.*, 2003, pp. 469 ss. A tali conclusioni sono giunti anche A.L. BOONE – J.H. MULHERIN, *Do Termination Provisions Truncate the Takeover Bidding Process?*, 2005,

del fatto che normalmente il premio riconosciuto ai soci della *target* sconta il rischio del mancato completamento dell'operazione¹⁶⁷. Con l'introduzione di una *termination fee*, le probabilità che l'operazione si concluda sono maggiori, conseguentemente l'offerente potrà allocare in favore degli azionisti della *target* le risorse che altrimenti avrebbe destinato alla sopportazione del rischio. In altre parole, minore sarà il rischio che l'operazione non si concluda, minore sarà lo sconto che l'acquirente applicherà al premio¹⁶⁸. Ne discende che i DPD creano valore per entrambe le parti: per gli azionisti dell'offerente riducendo il summenzionato rischio e per gli azionisti della *target* per il riconoscimento di un prezzo più alto¹⁶⁹. Inoltre, se questi risultati venissero tacciati di incompatibilità con il panorama giuridico europeo, come visto, così diverso da quello anglosassone, potrebbe essere ulteriormente addotto come prova uno studio sul mercato canadese¹⁷⁰. Tale sistema economico, così come quello europeo, si caratterizza per la presenza di società a forte concentrazione azionaria: anche le maggiori compagnie sono tutt'ora generalmente controllate dai fondatori o dalle famiglie di questi¹⁷¹. Per di più ulteriori analogie sono riscontrabili nell'assenza di una specifica regolamentazione del

disponibile sul sito www.ssm.com, con riferimento, però, non alle fusioni, ma alle offerte pubbliche di acquisto.

¹⁶⁷ R.J. GILSON, *Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*, in *Yale L. J.*, 1984, p. 264.

¹⁶⁸ S.J. GRIFFITH, *Costs and Benefits of Transactional Certainty: An Appraisal of Omnicare v. NCS Healthcare*, 2003, pp. 59 ss., disponibile sul sito www.ssrn.com, nel quale si cerca di stimare il valore da attribuire all'eliminazione/riduzione del rischio di mancato perfezionamento dell'operazione.

¹⁶⁹ T. PANAGOPOULOS, *Thinking Inside the Box: Analyzing Judicial Scrutiny of Deal Protection Devices in Delaware*, in *Berkeley Bus. L. J.*, 2006, p. 439.

¹⁷⁰ P. ANDRÉ – S. KHALIL – M. MAGNAN, *Termination Fees in Mergers and Acquisition: Protecting Investors or Managers?*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com. E' stato condotto anche uno studio sul mercato australiano, cfr. L. CHAPPLE – B. CHRISTENSEN – P. CLARKSON, *Termination Fees in a "Bright Line" Jurisdiction*, in *Acct'g & Fin.*, 2007, pp. 643 ss.

¹⁷¹ R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER, (nt. 159), pp. 492 ss.

fenomeno, il che fa dell'autorità giudiziaria il soggetto incaricato di individuare i confini dell'istituto in oggetto. In Canada, il caso giudiziale che tutt'ora costituisce il riferimento in materia¹⁷² ha sancito che una *breakup fee* è ammissibile quando rappresenta il giusto bilanciamento tra il suo potenziale effetto negativo di inibire offerte concorrenti e il suo potenziale effetto positivo di sollecitare offerte. In assenza, infatti, di limiti, lo strumento potrebbe facilmente prestarsi ad abusi: da un lato, impedendo ai soci di ottenere il miglior prezzo, dall'altro violando l'attribuzione di poteri tra gli organi sociali. Con riferimento a quest'aspetto, la questione dovrà essere valutata in relazione alla legge regolatrice dell'accordo che potrà essere scelta liberamente dalle parti. Ipotizzando che la scelta ricada sull'ordinamento italiano, il giudice dovrà stabilire se la previsione di una *termination fee* impedisca di fatto agli azionisti la possibilità di adottare liberamente una decisione riguardo la fusione, violando pertanto la competenza attribuita all'assemblea dall'art. 2502, c. 1, c.c.¹⁷³ In tal caso, la clausola sarebbe nulla e quindi improduttiva di effetti. La soluzione giudiziale potrebbe ruotare attorno all'ammontare della somma pattuita, che non dovrebbe, di fatto, imporre all'assemblea una decisione presa, evidentemente, in altra sede. La soglia di ammissibilità potrà quindi variare tenuto conto delle circostanze del caso concreto; a tal proposito, l'esperienza internazionale ci mostra che in genere è stato individuato un *range* che oscilla tra il 2 e il 4% rispetto al valore dell'operazione¹⁷⁴, sebbene constino alcune evidenti

¹⁷² *CW Shareholdings Inc v. WIC Western International Communications Ltd*, 39 OR (3d) 755 (1998).

¹⁷³ M. PERRINO, *sub art. 2502*, in *Commentario*, G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004, pp. 1960 ss.; P. ABBADESSA, *Assemblea*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 3*, 1994, p. 3 ss., ancorché precedente alla riforma del diritto societario del 2003.

¹⁷⁴ W. BRAITHWAITE – J. CIARDULLO, *M&A in Canada*, 2004, disponibile sul sito www.stikeman.com/newslett/IFLRMA04.pdf, (ultima visita: agosto 2010); S.M. LORNE, *Acquisitions and Mergers: Negotiated and Contested Transactions*, 2001,

eccezioni¹⁷⁵. Una questione che si pone preliminarmente riguarda poi la qualificazione dell'accordo nel nostro ordinamento¹⁷⁶. Il rischio infatti che clausole importate acriticamente da un sistema straniero rischino di essere incompatibili con i principi e le norme imperative del diritto italiano è estremamente elevato¹⁷⁷. La qualificazione dovrà tener conto, anche se non esclusivamente, della causa contrattuale, che nel caso in questione potrebbe essere l'aumento delle possibilità che la fusione si perfezioni. Tenendo quindi conto di tutti i fattori "multipli ed eterogenei" che distinguono i tipi legali¹⁷⁸, potrebbe ricondursi l'accordo in esame ad una promessa unilaterale, ex art. 1987 c.c., del soggetto che si

§ 2:23; cfr. l'elenco contenuto in E. LEVY, (nt. 163), pp. 1367 ss. E' stato infatti sostenuto che la legge straniera (*latu sensu*) può costituire strumento ermeneutico del diritto nazionale, cfr. G.B. PORTALE, *Lezioni di diritto privato comparato*, 2001, pp. 8 ss.; H.M. WATT, *La fonction subversive du droit comparé*, in *Rev. int. dr. comp.*, 2000, pp. 503 ss.

¹⁷⁵ In un caso, nel Delaware, la Corte ha ammesso una *termination fee* dell'ammontare di 6,3% del prezzo di acquisto sulla base del fatto che il convenuto aveva dimostrato la "ragionevolezza" dello strumento e ciò quantunque una *fee* di tale ammontare "*seems to stretch the definition of range of reasonableness*", vd. *Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals*, (nt. 140); vd. anche l'offerta fatta congiuntamente dalla National Bank of Greece S.A. e dall'Atlantic Bank of New York alla Yonkers Financial del 2001 nella quale la *termination fee* prevista di 4 milioni di dollari rappresentava il 6,5% del valore di acquisto (61 milioni di dollari).

¹⁷⁶ Sebbene i contratti importati da un ordinamento straniero possano essere residualmente qualificati come atipici ex art. 1322 c.c., è riscontrabile nella giurisprudenza delle corti italiane una tendenza a ricorrere alla tipizzazione, anche solo parzialmente: è così che, ad esempio, uno *share purchase agreement* è di regola ricondotto alla fattispecie della compravendita, un *sale of business* alla cessione di azienda e un *covenant not to compete* al patto di non concorrenza, cfr. G. DE NOVA, *Nuovi Contratti*, 1994, pp. 23 ss.

¹⁷⁷ G. DE NOVA, *Il contratto alieno e le norme materiali*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, II, pp. 25 ss. Si tratta di un fenomeno che deriva direttamente dalla pratica di elaborare un contratto sulla base della prassi angloamericana, senza avere a mente il diritto italiano quindi, e scegliere quale legge applicabile la legge italiana, (i c.d. contratti alieni), vd. G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, 2008, il quale suggerisce di utilizzare lo strumento delle norme materiali per svolgere il controllo sui summenzionati contratti alieni, invece delle norme imperative. Cfr., ad esempio, l'atteggiamento di una giurisprudenza nei confronti delle clausole di *tag along* e *drag along*, L. FABBRINI, *Validità della clausole statutarie di drag along*, in *Giur. comm.*, 2009, II, pp. 1034 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed equa valorizzazione dell'azione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, pp. 523 ss.

¹⁷⁸ G. DE NOVA, (nt. 176), pp. 24 ss.

impegna a sborsare la somma in caso di mancato perfezionamento dell'operazione. Potrebbero altrimenti scorgersi elementi propri del contratto di assicurazione - qualora si consideri l'approvazione assembleare della fusione quale evento aleatorio, anche se mancherebbe il necessario pagamento di un premio - o di una clausola penale di cui all'art. 1382 c.c., anche se, in questo caso, sorgerebbero dubbi circa la configurabilità di un inadempimento e di una responsabilità sia questa contrattuale o extra-contrattuale, poiché il contratto a cui la penale accederebbe¹⁷⁹ potrebbe essere a) l'atto di fusione, che però non sarebbe ancora stato stipulato, ovvero b) una lettera di intenti, che sarebbe priva di vincolatività¹⁸⁰. Inoltre, il contraente (il consiglio di Amministrazione che impegna la società) non sarebbe il medesimo che potrebbe impedire la realizzazione della fusione non approvando il progetto di fusione (l'Assemblea della società) e ciò potrebbe far sorgere perplessità circa la ripartizione delle funzioni endosocietarie. In quest'ultimo caso, quindi, sembrerebbe più aderente la ricostruzione della *termination fee* in termini di indennizzo, in quanto il pagamento è derivante da un atto lecito quale la mancata approvazione assembleare. Il consiglio di

¹⁷⁹ Per un esame dei termini del dibattito circa la natura della clausola penale si rinvia a R. SACCO - G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, R. SACCO (diretto da), 2004, p. 157 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, G. IUDICA - P. ZATTI (a cura di), 2001, pp. 994 ss. e a lavori più mirati quali A. IANNARELLI, *La clausola penale*, in *Contratti in generale*, P. CENDON (a cura di), VIII, 2000, pp. 247 ss.; G. DE NOVA, *Clausola penale*, in *Dig. disc. priv.*, II, 1988; A. MARINI, *Clausola penale*, in *Enc. giur.*, VI, 1988.

¹⁸⁰ A differenza che nelle compravendite azionarie, in caso di fusione le lettere di intenti avranno sicuramente valore di prospetti programmatici in quanto tali operazioni sono caratterizzate da una formazione progressiva e a procedimentalizzazione necessaria, che non possono essere "riassunte" in un unico atto. Circa il valore da attribuire ad accordi precontrattuali nell'ambito di negozi che possono essere conclusi con un unico atto, la giurisprudenza ha fatto leva sul concreto ed effettivo intento manifestato dalle parti. In tale ottica la S.C. ha ritenuto indice della non vincolatività di un documento, il riferimento della funzionalità dello stesso rispetto ad un contratto futuro, probabile ed auspicato, ma non doveroso, così Cass. 14 maggio 1998, n. 4853; cfr. anche App. Lecce, 30 gennaio 1988, in *Giur. it.*, 1989, I, 2, pp. 334 ss.

amministrazione potrebbe eventualmente essere vincolato a compiere un adeguato sforzo (*best effort*) per fare quanto in proprio potere per far sì che l'assemblea voti in favore della fusione. Potrebbero inoltre essere mutate alcune riflessioni espresse dalla dottrina in tema di lettere di intenti¹⁸¹. E ancora, la clausola potrebbe essere strutturata in modo da rendere il mancato perfezionamento della fusione come condizione risolutiva dell'accordo. La formula potrebbe grosso modo essere: "Il soggetto x si impegna a rimborsare i costi e le spese sostenute dal soggetto y in relazione a (i) l'attività di *due diligence*, (ii) le parcelle dei consulenti finanziari e legali e (iii) tutte le altre spese sostenute in funzione della Fusione, per un ammontare determinato in Euro [●], subordinatamente al mancato perfezionamento della Fusione. Qualora invece la Fusione si realizzi, il soggetto x sarà liberato dall'obbligo di rimborso e la presente previsione contrattuale sarà considerata priva di effetti"; rimarrebbe poi da determinarsi l'ammontare del rimborso/indennizzo. I problemi su evidenziati potrebbero essere risolti qualora a sottoscrivere l'accordo fossero i soci di maggioranza delle società coinvolte. In tal caso, infatti, i contraenti si impegnerebbero a votare in assemblea in favore della fusione e prometterebbero ex art. 1381 c.c., essendo in loro potere, l'approvazione del progetto di fusione da parte dell'organo societario. Pertanto la *termination fee* si attergerebbe a clausola penale (ovvero di indennizzo nel caso il promittente non detenga più la maggioranza assembleare al momento della votazione¹⁸²)

¹⁸¹ *Ex pluribus S.M. CARBONE, Lettere di intenti, legge regolatrice e scelta del giudice nei trasferimenti di pacchetto azionario*, in *Dir. comm. int.*, 2006, pp. 529 ss.

¹⁸² A. MORACE PINELLI, *Promessa del fatto del terzo è clausola penale*, in *Rass. dir. civ.*, 1996, pp. 194 ss., sostiene, infatti, confortato anche dalla giurisprudenza oggetto di commento (App. Roma 30 novembre 1993, n. 3184), che il mancato verificarsi del fatto promesso nell'ipotesi in cui il terzo decida di non compierlo non può configurarsi come inadempimento del promittente, il quale potrà

dovuta in caso di inadempimento delle obbligazioni summenzionate.

Si tratta di problematiche troppo complesse per poter essere trattate in questo lavoro in quanto esulano dall'economia dello stesso; si rinvia quindi ad altra sede lo svolgimento di una riflessione maggiormente approfondita.

solamente adoperarsi affinché il terzo compia il fatto o assuma l'obbligazione che costituisce oggetto della promessa.

Bibliografia

AA.VV., *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, G.F. CAMPOBASSO (a cura di), 2003.

AA.VV., *Diritto delle società – Manuale breve*, 2008, p. 271.

P. ABBADESSA, *Assemblea*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 3*, 1994, p. 3 ss.

V. AFFERNI, *Invalidità della fusione e riforme delle società di capitale*, in *Giur. Comm.*, 2009, I, pp. 190 ss.

M.F. AHAMMAD – K.W. GLAISTER, *Motives for Cross-border Mergers and Acquisitions: Perspective of UK Firms*, 2010, disponibile sul sito www.ssrn.com.

F. ALBANESE, *Il conflitto di interessi deve essere accertato nel caso concreto*, in *Le Società*, 2000, pp. 468 ss.

W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 2009, pp. 475 ss.

W.T. ALLEN – J.B. JACOBS – L.E. STRINE JR., *Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, in *Bus. Law.*, 2000, p. 876.

N. AL NAJJARI – S. PERON, *Le fusioni transfrontaliere di società di capitali: uno sguardo d'insieme*, in *Cont. Imp. Eur.*, 2005, p. 724 ss.

F. AMBROSIANI, *Società Europea e fusione internazionale*, in *La Società Europea. Problemi di diritto societario comunitario*, U. DRAETTA – F. POCAR (a cura di), 2002, p. 614.

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, 1994, vol. 2, part VII, p. 281.

B. ANCEL – Y. LEQUETTE, *Les arrêts de la jurisprudence française de droit international privé*, 2001.

M. ANDENAS – T. GÜTT – M. PANNIER, *Free Movement of Capital and National company Law*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2005, p. 759.

G. ANDRADE – S.N. KAPLAN, *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, in *J. Fin.*, 1998, pp. 1443 ss.

G. ANDRADE – M. MITCHELL – E. STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, 2001, disponibile sul sito www.ssrn.com.

P. ANDRÉ – S. KHALIL – M. MAGNAN, *Termination Fees in Mergers and Acquisition: Protecting Investors or Managers?*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com.

C. ANGELICI, *Appunti sul "riconoscimento" delle società costituite all'estero*, 1982.

C. ANGELICI, *La nullità della fusione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1992, p. 271.

C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2003, p. 73.

C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. Comm.*, 1987, I, pp. 1 ss.

C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, in *La riforma delle società per azioni non quotate*, M. PORZIO – M. RISPOLI FARINA – G. ROTONDO (a cura di), 2000, pp. 58 ss.

P. ANGELINI – N. CETORELLI, *The Effect of Regulatory Reform on Competition in Banking Industry*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

F. ANNUNZIATA, *Commento all'articolo 133*, in *La disciplina delle società quotate*, P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI (a cura di), 1999, p. 1205.

F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob*, in *Le Società*, 1999, pp. 520 ss.

F. ANNUNZIATA, *Le norme del nuovo regolamento della Consob in materia di informazione societaria. Una prima lettura*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, pp. 495 ss.

J. ARMOUR – D. SKEEL, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, in *Geo. L. J.*, 2007, pp. 1727 ss.

G. ARNÒ – S. CANCARINI, *La società europea*, 2007, p. 18.

G. ARNÒ – G. FIASCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere*, 2009, pp. 84 ss.

B.R. ARONSTAM – R.F. BALOTTI – T. REHBOCK, *Delaware's Going Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unlocal Exploration*, in *Bus. Law.*, 2002, p. 520.

K. ARROW – G. DEBREU, *Existence of Equilibrium for a Competitive Economy*, in *Econometrica*, 1954, pp. 265 ss.

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, 2004, p. 236.

ASSONIME, circolare n. 55 del 5 agosto 2002, p. 11.

ASSONIME, Circolare n. 68/2005, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1397.

I. AYRES, *Analyzing Stock Lockups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*, in *Col. L. Rev.*, 1990, pp. 682 ss.

K. BAELZ – T. BALDWIN, *The End of the Real Seat Theory (Sitztheorie): the European Court of Justice Decision in Überseering of 5 November 2002 and its Impact on German and European Company Law*, disponibile sul sito <http://www.germanlawjournal.com/article.php?id=214>.

T. BALLARINO, *From Centros to Überseering: EC Right of Establishment and the Conflicts of Laws*, in *Y.B. Private Int'l L.*, 2002, pp. 203 ss.

T. BALLARINO, *La società per azioni nella disciplina internazionalprivatistica*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), IX, 1994, pp. 22 ss.

T. BALLARINO, *Les règles de conflict sur les sociétés commerciales à l'épreuve du droit communautaire d'établissement. Remarques sur deux arrêts récents de la Cour de justice des Communautés européennes*, in *Rev. Critique droit int. priv.*, 2003, pp. 384.

T. BALLARINO, *Manuale breve di diritto dell'Unione Europea*, 2004, pp. 310 ss.

T. BALLARINO, *Problemi di diritto internazionale privato dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, 1, p. 159.

T. BALLARINO, *Sulla mobilità delle società nella Comunità Europea. Da Daily Mail a Uberseering: norme imperative, norme di conflitto e libertà comunitarie*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 669 ss.

G. BALP, *Commento all'art. 2409-octies c.c. Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, F. GHEZZI (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, P. MARCHETTI – L. A. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (diretto da), 2005, p. 4.

G. BALP, *Sul crescente ricorso alla Società Europea quale forma di esercizio dell'impresa a carattere europeo secondo un recente studio tedesco*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 606 ss.

S. BARIATTI, *La società europea: nuova forma di aggregazione tra imprese comunitarie*, in *La nuova disciplina della società europea*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), 2008, p. 68.

A. BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. imp.*, 2004, pp. 1125 ss.

O. BAR-GILL – M. BARZUZA – L.A. BEBCHUK, *The Market for Corporate Law*, in *J. Inst'l Theo. Econ.*, 2006, pp. 134 ss.

G. BASCHIERI – A. CAROSI – S. MENGOLI, *La geografia delle società quotate italiane e potenziali effetti sui valori di Borsa: "azioni e buoi dei Paesi tuoi"*, in *Banca Imp. Soc.*, 2010, pp. 145 ss.

T. BATES – M. LEMMON, *Breaking up is Hard to Do? An Analysis of Termination Fee Provisions and Merger Outcomes*, in *J. Fin'l Econ.*, 2003, pp. 469 ss.

R.P. BEATTY – S.M. RIFFE – R. THOMPSON, *The Method of Comparables and Tax Court Valuations of Private Firms: An Empirical Investigation*, in *Acc. Horizons*, 1999, pp. 177 ss.

L. BEBCHUK – M.J. ROE, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, in *Stan. L. Rev.*, 1999, pp. 127 ss.

L.A. BEBCHUK, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 1994, disponibile sul sito www.ssrn.com.

L.A. BEBCHUK – A. HAMDANI, *Federal Corporate Law: Lessons from History*, in *Colum. L. Rev.*, 2006, pp. 1793 ss.

L.A. BEBCHUK, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on the State Competition in Corporate Law*, in *Harv. L. Rev.*, 1991, pp. 1437 ss.

L. BEBCHUK, *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*, in *Colum. L. Rev.*, 1999, pp. 1168 ss.

L.A. BEBCHUK – A. COHEN, *Firms' Decision Where to Incorporate*, in *J. L. Econ.*, 2003, pp. 383 ss.

L. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Virginia Law Rev.*, 2007, pp. 679 ss.

M. BECHT – L. ENRIQUES – V. KOROM, *Centros and the Cost of Branching*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com.

M. BECHT, *Reciprocity in Takeover*, 2003, disponibile sul sito www.ssrn.com.

M. BECHT - C. MAYER - H.F. WAGNER, *Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com.

G. BECKER, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, in *J. Pol. Econ.*, 1968, pp. 169 ss.

P. BEHERENS, *Case C-411/03, SEVIC Systems AG*, in *Comm. Mkt. L. Rev.*, 2006, pp. 1675 ss.

G. BELLANTUONO, *I contratti incompleti nel diritto e nell'economia*, 2000, pp. 363 ss.

P.D. BELTRAMI, *Accoglimento dell'opposizione dei creditori ex art. 2503 c.c. a fusione già eseguita*, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 203 ss.

M.V. BENEDETTI, *Commento all'art. 25 della l. 218/95*, in *Legge 31 maggio 1995, n. 218. Riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, S. BARIATTI (a cura di), in *Nuove Leggi civ. comm.*, 1996, pp. 1108 ss.

M.V. BENEDETTI, *Connecting factors, principles of coordination between conflict systems, criteria of applicability: three different notions for a "European Community private international law"*, in *Dir. Un. Eur.*, 2005, pp. 421 ss.

M.V. BENEDETTI, *Diritto internazionale privato delle società e ordinamento comunitario*, in *Diritto internazionale privato e diritto comunitario*, P. PICONE (a cura di), 2004, p. 205 ss.

M.V. BENEDETTI, *Il giudizio di eguaglianza nell'ordinamento giuridico delle Comunità Europee*, 1989, pp. 166 ss.

M.V. BENEDETTI, *La legge regolatrice delle persone giuridiche dopo la riforma del diritto internazionale privato*, in *Riv. soc.*, 1997, pp. 96 ss.

M.V. BENEDETTI, *Le fusioni transfrontaliere*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, 4, pp. 382 ss.

M.V. BENEDETTI, *Libertà comunitarie di circolazione e diritto internazionale privato delle società*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2001, pp. 576 ss.

M.V. BENEDETTI, *"Mercato" comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 702 ss.

M.V. BENEDETTI, *Offerte pubbliche di acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, pp. 565 ss.

G. BETLEM – E. HONDIUS, *European Private Law after the Treaty of Amsterdam*, 2001, disponibile sul sito <http://www.southampton.ac.uk/law/research/europelaw/gb01.pdf>.

M.C. BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja – Branca*, F. GALGANO (a cura di), 1979, p. 31 e 249.

L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, 2002, pp. 226 ss.

E. BIGI, *Fusioni transfrontaliere: adottata una disciplina quadro a livello europeo che faciliterà i merger transfrontalieri tra le società di capitali di diversi Stati membri*, in *Soc.*, 2006, p. 123.

E. BIGI, *La Commissione Europea lancia una consultazione per individuare e combattere gli ostacoli esistenti alle fusioni ed acquisizioni transfrontaliere nel settore dei servizi finanziari*, in *Soc.*, 2005, pp. 788 ss.

M. BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, 3, p. 207.

P.S. BIRD – R.G. THORPE, *Selected Issues in Documenting Deals: Lock-Ups, Deal Protection and Social Issues*, in *PLI/CORP*, 1998, p. 258.

F. BLACK, *International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers*, in *J. Fin'l Econ.*, 1971, pp. 337 ss.

L.S. BLACK JR., *Why Corporations Choose Delaware*, 2007, disponibile sul sito http://corp.delaware.gov/whycorporations_web.pdf.

A. BLACK – P. WRIGHT – J.E. BACHMAN, *La ricerca del valore nell'impresa. Analisi e gestione dei fattori di successo della performance*, 1999, pp. 58 ss.

D. J. BLOCK – M.B. AROUH, *Public Company M&A: Recent Developments in the Market for the Corporate Control, Defensive Mechanisms, and Other Deal Protection Techniques, and Recent Changes to Security Holders Communications*, in *1225 PLI/CORP 9*, 2001, p. 67.

B.W. BLUNCK – J. BARTHOLDY – T. POULSEN, *What drives Private and Public Merger Waves in Europe?*, 2009, consultabile sul sito: www.ssrn.com.

F. BONELLI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società*, in *Giur. Comm.*, 1992, p. 232.

F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 4, 1991, pp. 363 ss.

A. BONOMI, *Le norme imperative nel diritto internazionale privato*, 1988, p. 131, nt. 148.

A.L. BOONE – J.H. MULHERIN, *Do Termination Provisions Truncate the Takeover Bidding Process?*, 2005, disponibile sul sito www.ssrn.com.

R.A. BOOTH, *Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*, 2001, p. 5, disponibile sul sito www.ssrn.com.

R.A. BOOTH, *The Efficient Market, Portfolio Theory and The Downward Sloping Demand Hypothesis*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 1993, pp. 1202.

L.G. BOOTHMAN, *Valuing a Business in a Litigation Context*, in *N.Y. L. J.*, 1994, p. 5.

W. BRAITHWAITE – J. CIARDULLO, *M&A in Canada*, 2004, disponibile sul sito www.stikeman.com/newslett/IFLRMA04.pdf.

S. BRAKMAN – H. GARRETSEN – C. VAN MARREWIJK, *Cross-border Mergers and Acquisitions: The Facts as a Guide for International Economics*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

B. BRANTLEY, *Deal Protection or Deal Preclusion? A Business Judgement Rule Approach to M&A*, in *Tex. L. Rev.*, 2002, pp. 345 ss.

R.A. BREALEY – S.C. MAYERS, *Principles of Corporate Finance*, 2008, pp. 920 ss.

R.A. BREALEY – S.C. MYERS – F. ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, 2008, pp. 88 ss.

M. BRENNAN – H. CAO, *International Portfolio Investment Flows*, in *J. Fin.*, 1997, pp. 1851 ss.

A. BRIS – C. CABOLIS, *The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers*, 2004, pp. 1 ss., disponibile sul sito: www.ssrn.com.

V. BRUDNEY – M.A. CHIRELSTEIN, *A Restatement of Corporate Freezeout*, in *Yale L. J.*, 1978, pp. 1354 ss.

R. BRUNER, *Applied Mergers & Acquisitions*, 2003.

R.F. BRUNER, *Applied Mergers and Acquisitions*, 2004, pp. 47 ss.

G. CALABRESI, *The Cost of Accident*, 1970, pp. 1 ss.

V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, N. CRISCI (a cura di), 2005, III, pp. 2084 ss.

M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2437*, in *Il nuovo diritto societario*, G. COTTINO – G. BONFANTE – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI (a cura di), 2004, p. 1396.

M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2437-ter*, in G. COTTINO – G. BONFANTE – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, 2004, p. 1425.

M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2437-quater*, in *Il nuovo diritto societario*, G. COTTINO – G. BONFANTE – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI (a cura di), 2004, p. 1433.

J.M. CAMPA – I. HERNANDO, *Shareholder Value Creation in European M&As*, disponibile sul sito http://www.blackwellpublishing.com/pdf/EUFM_campa.pdf.

G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale, 2. Diritto delle Società*, 2002, pp. 455 ss.

G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale, 2. Diritto delle Società*, M. CAMPOBASSO (a cura di), 2006, p. 499, nt. 22.

F. CAPELLI, *La direttiva CE n. 2005/56 sulle fusioni societarie transfrontaliere e gli effetti giuridici che essa è in grado di produrre*, in *Dir. comunitario. e degli scambi int.*, 2006, pp. 628 ss.

S.M. CARBONE, *Lettere di intenti, legge regolatrice e scelta del giudice nei trasferimenti di pacchetto azionario*, in *Dir. comm. int.*, 2006, pp. 529 ss.

A. CARDUCCI ARTENISIO, *Dall'armonizzazione minimale alla denazionalizzazione: la direttiva 2005/56/CE in materia di fusioni transfrontaliere*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1195.

V. CARIELLO, *La disciplina "per derivazione" del sistema di amministrazione e controllo dualistico (disposizioni di richiamo e rinvio del nuovo diritto delle società per azioni non quotate)*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 36 ss.

S. CARMIGNANI, *sub art. 2437-quater*, in *La riforma delle società*, M. SANDULLI – V. SANTORO (a cura di), 2003, II, p. 896.

W.J. CARNEY, *Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, 1980, pp. 77 ss.

G. CASTELLANI – M. DE FELICE – F. MORICONI – C. PACATI, *Embedded Value in Life Insurance*, 2005, disponibile sul sito <http://amicisns.sns.it/> .

A. CERRAI – A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Il diritto delle società per azioni : problemi, esperienze, progetti*, P. ABBADESSA – A. ROJO (a cura di), 1993, p. 389.

S. CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, pp. 243 ss.

S. CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nelle S.r.l.*, in *Riv. dir. Comm.*, 2004, I, pp. 497 ss.

F. CAPOTORTI, *Il diritto di stabilimento delle società nel Trattato istitutivo della Comunità economica europea*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 1965, pp. 5 ss.

W.J. CARNEY, *Mergers and Acquisitions: the Essentials*, 2009, p. 13.

W.J. CARNEY, *The Legacy of "The Market for Corporate Control" and the Origins of the Theory fo the Firm*, in *Case West. Res. L. Rev.*, 1999, pp. 215 ss.

W.J. CARNEY – B.G. SHEPHERD, *The Mystery of Delaware Law's Continuing Success*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2009, pp. 1ss.

F. CARUSO, *Le società nella Comunità economica europea*, 1969, pp. 79 ss.

W.L. CARY, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, in *Yale L.J.*, 1974, p. 663.

W. CARY – M. EISENBERG, *Cases and Materials on Corporations*, 1980, p. 1461.

M. CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, 1991, pp. 162 ss.

M. CASSOTTANA – A. NUZZO, *Lezioni di diritto commerciale comunitario*, 2002, pp. 15 ss.

L. CHAPPLE – B. CHRISTENSEN – P. CLARKSON, *Termination Fees in a "Bright Line" Jurisdiction*, in *Acct'g & Fin.*, 2007, pp. 643 ss.

D. CHARNY, *Competition among Jurisdictions in Formulating Corporate Law Rules: An American Perspective on the "Race to the Bottom" in the European Communities*, in *Harv. Int'l L. J.*, 1991, pp. 423 ss.

F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 503.

I. CHIEFFI, *Il leveraged buyout nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, pp. 988 ss.

F. CHIOMENTI, *Revocabilità delle deliberazioni aventi ad oggetto le modificazioni dell'atto costitutivo di cui all'art. 2437 cod. civ. in presenza di dichiarazioni di recesso dalla società*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, II, pp. 414 ss.

R. COASE, *The Problem of Social Cost*, in *J. L. and Econ.*, 1960, pp. 1 ss.

J.C. COATES – G. SUBRAMANIAN, *A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory & Evidence*, in *Stan. L. Rev.*, 2000, pp. 307 ss.

J.C. COATES, *"Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transaction*, in *U. Penn. L. Rev.*, 1999, pp. 1267 ss.

J.C. COATES, *M&A Break Fees: US Litigation vs. UK Regulation*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com.

J.C. COATES, *Measuring the Domain of Mediating Hierarchy: How Contestable Are U.S. Public Corporations?*, in *J. Corp. L.*, 1999, pp. 837 ss.

J.F. COATES, *The Powerful and Pervasive Effects of Ownership on M&A*, 2010, manoscritto non ancora edito al momento in cui si scrive e consultato per gentilezza dell'Autore.

J.C. COFFEE JR., *Shareholders vs. Managers: The Strain in the Corporate Web*, in *Mich. L. Rev.*, 1986, pp. 1 ss.

J.C. COFFEE JR., *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of the Law in the Separation of Ownership and Control*, in *Yale L.J.*, 2001, pp. 1 ss.

J.C. COFFEE JR., *Transfers of Control and the Quest for efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?*, in *Del. J. Corp. L.*, 1996, p. 364.

G. COLTRARO, *Le trattative e gli accordi preparatori all'operazione di fusione: prime riflessioni*, in *Vita not.*, 2009, pp. 1103 ss.

S. COOLS, *The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, in *Del. J. Corp. L.*, 2005, pp. 697 ss.

U. COREA, *Sospensione delle delibere di fusione ed effettività della tutela*, in *Corr. Giur.*, 2008, p. 1431.

B. CORNELL, *Corporate Valuation*, 1993, pp. 240 ss.

F. CORSI, *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, N. CRISCI (a cura di), 2005, III, pp. 2199 ss.

G. COSCIA, *Il riconoscimento delle società straniere*, 1984.

J. COVAL – T. MOSKOVITZ, *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*, in *J. Fin.*, 1999, pp. 2045 ss.

J.D. COX – T.L. HAZEN, *Cox and Hazen on Corporations*, 2003, pp. 112 ss.

S. CRESPI, *Le fusioni transfrontaliere davanti alla Corte di Giustizia: il caso Sevic*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2007, pp. 363 ss.

S. CRESPI, *Il trasferimento all'estero della sede delle società: la sentenza Cartesio*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2009, pp. 884 ss.

R. DAINES, *Does Delaware law improve firm value?*, 2000, disponibile sul sito www.ssrn.com.

R. DAINES, *The Incorporation Choices of IPO Firms*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 2002, pp. 1571 ss.

D. DAMASCELLI, *I conflitti di legge in materia di società*, 2004, pp. 144 ss.

J.C. DAMMAN, *Freedom of Choice in European Corporate Law*, in *Yale J. Int'l L.*, 2004, pp. 477 ss.

J.C. DAMMANN, *The U.S. Concept of Granting Corporations Free Choice among State Corporate Law Regimes as a Model for the European Community*, 2003, disponibile sul sito www.ssrn.com.

R.J. DANIELS, *Should Provinces Compete? The Case for a Competitive Corporate Law Market*, in *McGill L. J.*, 1991, p. 178, nt. 111.

F. D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i "battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, in *Foro it.*, 1988, V, p. 48.

F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento dei soci*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 1 ss.

F. D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003, p. 708.

A. DAMODARAN, *The dark side of valuation: valuing young, distressed and complex business*, 2009.

A. DAMODARAN, *Valuation approaches and metrics: a survey of theory and evidence*, 2005.

G. DATTA – D. PUIA, *Cross-border acquisitions: an examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in US acquiring firms*, in *Mgmt. Int'l Rev.*, 1995, pp. 337 ss.

P. DAVIES, *Legal Capital in the British Company Law Reform*, in *La società per azioni oggi*, P. BALZARINI – G. CARCANO – M. VENTORUZZO (a cura di), 2007, pp. 356 ss.

F.G. DAVITT, *Orchestrating Takeover Talks: The Corporate Board*, in *ALI-ABA*, 2001, p. 677.

G. DEBREU, *Theory of Value*, 1959.

L. DEGOS – G.V. MORSON, *Class System the Reforms of Class Action Laws in Europe are as varied as the Nations themselves*, in *L.A. Law.*, 2006, pp. 32 ss.

A. DELLA CHA, *Companies Right of establishment and the Centros judgement of the European Court of Justice*, in *Dir. Comm. int.*, 2000, pp. 925 ss.

D.A. DEMOTT, *Puzzles and Parables: Defining Good Faith in the MBO Context*, in *Wake Forest L. Rev.*, 1990, pp. 15 ss.

R. DESSÌ, *Le fusioni transfrontaliere*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, p. 189.

M. DE ACUTIS, *Il nuovo regime dell'invalidità della fusione*, in *Giur. comm.*, 1991, I, pp. 729 ss.

L. DE ANGELIS, *Esercizio del diritto di recesso e cessazione dello "status socii"*, in *Società*, 1994, pp. 1230 ss.

A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, 1979, p. 303.

N. DE LUCA, *Acquisto delle proprie azioni (limiti) (art. 2357, comma 3°)*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2009, pp. 445 ss.

M. DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, 2004, pp. 136 ss.

G. DE NOVA, *Clausola penale*, in *Dig. disc. priv.*, II, 1988.

G. DE NOVA, *Il contratto alieno e le norme materiali*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, II, pp. 25 ss.

G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, 2008.

G. DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 335.

G. DE SANTIS – B. GERARD, *International Asset Pricing and Portfolio Diversification with Time-Varying Risk*, in *J. Fin.*, 1997, pp. 1881 ss.

V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, p. 224.

A. DI LIZIA, *Il diritto di recesso. I casi legali e convenzionali, modalità di esercizio e di rimborso*, in *La riforma delle società. Aspetti applicativi*, 2004, p. 394.

G. DOMENICHINI, *Fusioni e scissioni – profili civilistici delle recenti evoluzioni della prassi*, in *Il contr. leg. dei conti*, 2001, p. 128.

U. DRAETTA, *Documenti precontrattuali nei negoziati relativi a mergers and acquisitions. Rassegna della prassi internazionale*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, F. BONELLI – M. DE ANDRÉ (a cura di), 1990, p. 101.

U. DRAETTA, *Trattative e loro documentazione*, in *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, U. DRAETTA – C. MONESI (a cura di), 2007, p. 82.

A. DYCK – L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *J. Fin.*, 2004, pp. 537 ss.

F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, p. 139.

W.F. EBKE, *The European Conflict-of-Corporate-Laws Revolution: Überseering, Inspire Art and Beyond*, in *Int'l L.*, 2004, pp. 813 ss.

W.F. EBKE, *The "Real Seat" Doctrine in the Conflict of Corporate Laws*, in *Int'l Lawyer*, 2002, pp. 1015 ss.

M.A. EISENBERG, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, 1976, pp. 77 ss.

R. ELDOR – D. PINES – A. SCHWARTZ, *Home Asset Preference and Productivity Shocks*, in *J. Int'l Econ.*, 1988, pp. 165 ss.

L. ENRIQUES, *Audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze riunite in tema di Riforma del diritto societario*, 27 novembre 2002, p. 4.

L. ENRIQUES, *Capitale, azioni e finanziamento della Società Europea: quanto meno è meglio*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 375 ss.

L. ENRIQUES, *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial are They?*, 2005, disponibile sul sito www.ssrn.com.

L. ENRIQUES, *EC Company Law and the Fears of European Delaware*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, pp. 1259 ss.

L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, 2000, pp. 176 ss.

L. ENRIQUES – S. SCIOLLA – A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pp. 745 ss.

L. ENRIQUES – J.R. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 78 ss.

L. ENRIQUES, *Silence is Golden: The European Company as a Catalyst for Company Law Arbitrage*, in *J. Corp. L. Stud.*, 2004, pp. 77 ss.

L. ENRIQUES, *The Uneasy Case for Top-Down Corporate Law Harmonization in the European Union*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

C.S. EUN – R. KOLODNY – C. SHERAGA, *Cross-border Acquisitions and Shareholder Wealth: Test of the Synergy and Internalization Hypotheses*, in *J. Bank. Fin.*, 1996, pp. 1559 ss.

L. FABBRINI, *Validità della clausole statutarie di drag along*, in *Giur. comm.*, 2009, II, pp. 1034 ss.

P. FATTORI – M. TODINO, *La disciplina della concorrenza in Italia*, 2004, pp. 271 ss.

I. FEITO-RUIZ – S. MENÉNDEZ-REQUEJO, *Cross-border Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments*, 2009, disponibile sul sito

<http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/345.pdf>.

N. FERGUSON, *Daimler-Chrysler: A Sign of the Times*, in *Int'l Fin'l L. Rev.*, 1998, pp. 33 ss.

F. FERRARA – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, 1995, p. 610.

F. FERRARI, *E.U. Corporate Tax Law ed i progetti di direttiva sul trasferimento di sede di società da un paese membro ad un altro*, in *Dir. comm. int.*, 1999, pp. 405 ss.

G. FERRI, *Le Società*, in *Tattato di dir. civ.*, X, 3, F. VASSALLI (diretto da), 1987, p. 986.

J.A. FINKELSTEIN - R.C. SILBERGLIED, *Technicolor IV: Appraisal Valuation in a Two-Step Merger*, in *Bus. Law.*, 1997, pp. 801 ss.

P. FIORIO, *Lo statuto della società europea: la struttura della società ed il coinvolgimento dei lavoratori*, in *Giur. it.*, 2003, p. 830.

J.E. FISCH, *The Peculiar Role of the Delaware Courts in the Competition for Corporate Charters*, in *U. Cin. L. Rev.*, 2000, p. 1061.

D.R. FISCHEL, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, in *Am. B. Found Res. J.*, 1983, p. 877.

D.R. FISCHEL, *The Economics of Lender Liability*, in *Yale L. J.*, 1989, pp. 134 ss.

W. FLETCHER, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations*, 1993, § 5906.160.

C. FOCARELLI, *Lezioni di diritto internazionale privato*, 2005, pp. 7 ss.

E.L. FOLK III, *De Facto Merger in Delaware: Hariton v. Arco Electronics, Inc.*, in *Vir. L. Rev.*, 1963, pp. 1262 ss.

E.L. FOLK III, *Report to the Dukes Committee*, 1965, p. 196.

E.L. FOLK III, *The Delaware General Corporation Law: A Commentary and an Analysis*, 1972, p. 331.

S. FRAIDIN - J. HANSON, *Toward Unlocking Lockups*, in *Yale L. J.*, 1994, pp. 1739 ss.

R. FRANCESCHELLI, *Fusione con trasferimento della sede all'estero e diritto di recesso*, in *Riv. dir. civ.*, 1968, I, p. 148.

D.H. FRANKLE, *Fiduciary Duties in Considering Deal Lockups - What's a Board to Do?*, in *PLI/CORP.*, 2001, pp. 313 ss.

M. FRANZONI, *Il danno risarcibile*, 2004, pp. 195 ss.

P. FRANÇOIS – J. HICK, *Employee Involvement: Rights and Obligations*, in *The European Company*, D. VAN GERVEN – P. STORM (general editors), 2008, I, pp. 77 ss.

G. FRÈ – G. SBISÀ, *Della società per azioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja – Branca*, F. GALGANO (a cura di), 1997, sub art. 2391, p. 382.

J.C. FREUND, *Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions*, 1975, pp. 59 ss.

M. FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, 1962, p. 91.

C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, 2009, pp. 99 ss.

F. GALGANO, *Circolazione delle partecipazioni azionarie all'interno dei gruppi di società*, in *Contr. Imp.*, 1986, pp. 357 ss.

F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, F. GALGANO (diretto da), XXIX, 2003, p. 591.

F. GALGANO, *La circolazione delle partecipazioni statali*, in *Riv. dir. Comm.*, 1983, pp. 450 ss.

F. GALGANO, *Le società per azioni*, 1996, pp. 61 ss.

D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, 2000.

D. GALLETTI, sub art. 2437, in *Il nuovo diritto delle società*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), 2005, p. 1479.

D. GALLETTI, sub art. 2437-quater, in *Il nuovo diritto delle società*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), 2005, p. 1607.

D. GALLETTI, *Una proposta di riforma del diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 777.

A. GARDELLA, *Commento all'art. 3 del reg. CE n. 593/2008*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2009, pp. 611 ss.

N. GASPERONI, *La trasformazione delle società*, 1952, p. 1034.

M. GELTER, *The Structure of Regulatory Competition in European Corporate Law*, 2008, disponibile sul sito

http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/Gelter_19-The-Structure-of-Regulatory-Competition-in-European-Corp-Law.pdf.

A. GENOVESE, *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 64.

A. GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, 1997, pp. 95 ss.

M. GESTRI, *Mutuo riconoscimento delle società comunitarie, norme di conflitto nazionali e frode alla legge: il caso Centros*, in *Riv. dir. int.*, 2000, pp. 76 ss.

F.A. GEVURTZ, *Corporation Law*, 2000, pp. 35 ss.

C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed equa valorizzazione dell'azione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, pp. 523 ss.

A. GILCHRIST SPARKS III – K.J. NACHBAR, *Corporate Deal Protection – The Lay of the Land in Delaware*, in *Contest for Corporate Control*, 2001, p. 501.

R.J. GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, in *Stan. L. Rev.*, 1981, p. 842.

R.J. GILSON, *Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*, in *Yale L. J.*, 1984, p. 264.

R.J. GILSON – R. KRAAKMAN, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, in *Bus. Law.*, 1989, pp. 247 ss.

R.J. GILSON – R. KRAAKMAN, *What Triggers Revlon?*, in *Wake Forest L. Rev.*, 1990, pp. 37 ss.

P.A. GOUREVITCH, *The Politics of Corporate Governance Regulation*, in *Yale L.J.*, 2003, pp. 1867 ss.

F. GRAMMEGNA, *Note in punto di Leveraged Buy-Out*, in *Riv. dir. Comm.*, 1993, pp. 80 ss.

C. GRANELLI, *Il recesso del socio nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in *Le Società*, 2004, p. 143.

S.J. GRIFFITH, *Costs and Benefits of Transactional Certainty: An Appraisal of Omnicare v. NCS Healthcare*, 2003, pp. 59 ss., disponibile sul sito www.ssrn.com.

S.J. GRIFFITH, *Deal Protection Provision in the Last Period of Play*, in *Fordham Law Rev.*, 2002, pp. 1899 ss.

G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 6*, 1993, p. 137.

G. GRIPPO, *Recesso del socio, valutazioni di bilancio e tutela delle minoranze nelle società di capitali*, in *Giur. it.*, 1974, I, p. 872.

H. GRUBEL, *Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows*, in *American Econ. Rev.*, 1968, pp. 1299 ss.

A. GUACCERO, *Libertà di stabilimento e diritto societario*, in *La competizione tra ordinamenti giuridici*, A. PLAIA (a cura di), 2007, pp. 9 ss.

K. GUGLER – D.C. MUELLER – B.B. YURTOGLU – C. ZULEHNER, *The Effects of Mergers: an International Comparison*, in *Int'l J. Ind. Org.*, 2003, pp. 625.

S. GUO – E.S. HOTCHKISS – W. SONG, *Do Buyouts (Still) Create Value?*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com.

G.K. HADFIELD, *Judicial competence and the interpretation of incomplete contracts*, in *Journal of Legal Studies*, 1994, p. 267.

P.A. HALL – D.W. SOSKICE, *Varieties of Capitalism: the institutional foundation of comparative advantage*, 2001, p. 57.

L.A. HAMERMESH – M.L. WACHTER, *The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*, in *J. Corp. L.*, 2005, p. 131.

J. HARFORD, *What Drives Merger Waves?*, in *Journal of Financial Economics*, 2005, pp. 530 ss.

M.G. HATCH, *Comment, Clearly Defining Preclusive Corporate Lock-ups: A Bright -Line Test for Lock-up Provisions in Delaware*, in *Wash. L. Rev.*, 2000, pp. 1270 ss.

K. HEINE – W. KERBER, *European Corporate Laws, Regulatory Competition and Path Dependence*, in *Eur. J. L. Econ.*, 2002, pp. 47 ss.

J.F. HENNART – Y.R. PARK, *Greenfield versus acquisition: the strategy of Japanese investors in the United States*, in *Mgmt. Sc.*, 1993, pp. 1054 ss.

L. HERZEL - D.E. COLLING, *Establishing Procedural Fairness in Squeeze-Out Mergers After Weinberger v. UOP*, in *Bus. Law.*, 1984, p. 1526.

J.A.C. HETHERINGTON – M.P. DOOLEY, *Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem*, in *Va. L. Rev.*, 1977, pp. 1 ss.

A.O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, 1970, pp. 4 ss.

H.C. HIRT, *Freedom of Establishment, International Company Law and the Comparison of European Company Law System after the ECJ's Decision in Inspire Art Ltd.*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, pp. 1189 ss.

M.A. HITT – J.S. HARRISON – R.D. IRELAND, *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*, 2001, pp. 12 ss.

B.R. HOETZEL, *Cultural Impact on Cross-border Acquisitions: A Critical Review of the Literature*, 2005, disponibile sul sito http://www.i3g.hs-heilbronn.de/attach/BenjaminHötzel/Cultural Impact in Cross-Border Acq_012005.pdf.

N.A. HOGAN, *Drafting M&A Deal Protections*, in 1225 PLI/CORP 465, 2001, p. 467.

B.R. HOLMSTROM – S.N. KAPLAN, *Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980s and 1990s*, 2001, entrambi disponibili sul sito www.ssrn.com.

H.D. HOPKINS, *Cross-border Mergers and Acquisitions: Global and Regional Perspectives*, in *J. int'l Mgmt.*, 1999, pp. 207 ss.

M. HÖPNER – A. SCHÄFER, *A New Phase of European Integration: Organised Capitalisms in Post-Ricardian Europe*, 2010, p. 8, disponibile sul sito <http://econstor.eu/dspace/bitstream/10419/19941/1/dp07-4.pdf>.

K.J. HOPT, *Common Principles of Corporate governance in Europe?*, 2003, pp. 105 ss.

J. HORTON – R.H. MACVE – G. SERAFEIM, *Market Consistent Embedded Values as 'Fair Value' Measurement for Life Insurance Accounting: A Step Too Far with Finance Theory?*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com.

R.T. HOSSFELD, *Notes, Short-form Mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp.: Time to Reform Appraisal*, in *Duke L. J.*, 2004, pp. 1345 ss.

H. HOVENKAMP, *Federal Antitrust Policy. The Law of Competition and its Practice*, 1999, pp. 50 ss.

A. IANNARELLI, *La clausola penale*, in *Contratti in generale*, P. CENDON (a cura di), VIII, 2000, pp. 247 ss.

G. IERMANO, *Invalidità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, 4, pp. 397 ss.

P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, 1963, pp. 184 ss.

M.C. JENSEN, *Agency Costs of Overvalued Equity*, in *Financial Management*, 2005, p. 5 ss.

M.C. JENSEN, *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeover: Comment*, 2003, disponibile sul sito www.ssrn.com.

M.C. JENSEN – R.S. RUBACK, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, in *J. Fin'l Econ.*, 1983, pp. 5 ss.

B.W. JOHNSON, *German Corporate Culture in the Twenty-First Century: The Interrelation between the End of Germany, Inc. and Germany's Corporate Capital Gains Tax Reform*, in *Minn. J. Global Trade*, 2002, pp. 81 ss.

M. KAHAN – M. KLAUSNER, *Lockups and the Market for Corporate Control*, in *Stan. L. Rev.*, 1996, pp. 1539 ss.

M. KAHAN – E. KAMAR, *Price Discrimination in the Market for Corporate Law*, in *Cornell L. Rev.*, 2001, pp. 1205 ss.

H. KANDA – S. LEVMORE, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, in *UCLA L. Rev.*, 1985, p. 430.

N. KANG – S. JOHANSSON, *Cross-border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation*, 2000, disponibile sul sito www.oecd.org.

S.N. KAPLAN – R.S. RUBACK, *The Market Pricing of Cash Flow Forecasts – Discounted Cash Flow vs. Method of "Comparables"*, in *J. Appl. Corp. Fin.*, 1996, pp. 45 ss.

S.N. KAPLAN – R.S. RUBACK, *The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, in *J. Fin.*, 1995, p. 1092.

C. KERSTING – C.P. SCHINDLER, *The ECJ 's Inspire Art Decision of 30 September 2003 and its Effects on Practice*, in *German L. J.*, 2003, p. 1282.

M.E. KIENINGER, *The Legal Framework of Regulatory Competition Based on Company Mobility: EU and US Compared*, in *German L. J.*, 2004, pp. 741 ss.

P. KINDLER, *Le fusioni nel diritto tedesco: la sentenza Sevic della Corte di giustizia e l'attuazione della direttiva 2005/56/CE in Germania*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, p. 480.

C. KOHLER, *Travaux du Comité français de droit international privé 1993/1995*, 1996, p. 73.

V. KOROM – P. METZINGER, *Freedom of Establishment for Companies: the European Court of Justice confirms and refines its Daily Mail Decision in the Cartesio Case C-210/06*, in *ECFR*, 2009, pp. 134 ss.

KPMG, *Study on Transfer of the Head Office of a Company from one Member State to another*, 1993.

Vd. R. KRAAKMAN – J. ARMOUR – P. DAVIES – L. ENRIQUES – H.B. HANSMANN – G. HERTIG – K. HOPT – H. KANDA – E.B. ROCK, *Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2009.

A. KHUTORSKY, *Note, Coming in From the Cold: Reforming Shareholders' Appraisal Rights in Freeze-out Transactions*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1997, p. 149.

N.D. LATTIN, *Remedies of Dissenting Stockholders Under Appraisal Statutes*, in *Harv. L. Rev.*, 1931, p. 237.

E.R. LATTY, *Some Miscellaneous Novelties in the New Corporation Statutes*, in *Law & Contemp. Prob.*, 1958, pp. 389 ss.

W. LAZONICK – M. O’SULLIVAN, *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*, 2000, disponibile sul sito https://greenchemistry.uml.edu/centers/CIC/Research/Lazonick_Research/Older_Research/Business_Institutions/maximizing%20shareholder%20value.pdf.

R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER, *Corporate Ownership around the World*, in *J. Fin.*, 1999, pp. 471 ss.

R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER – R. VISHNY, *Law and Finance*, in *J. Pol. Econ.*, 1998, pp. 1113 ss.

M. LBOVITCH – P.B. MORRISON, *Calling a Duck a Duck: Determining the Validity of Deal Protection Provisions in Mergers of Equals Transactions*, in *Colum. Bus. Law Rev.*, 2001, pp. 1 ss.

N. LENOIR, *The Societas Europaea (SE) in Europe: A promising start and an option with good prospects*, in *Utrecht L. Rev.*, 2008, p. 15.

E. LEVY, *Corporate Courtship Gone Sour: Applying a Bankruptcy Approach to Termination Fee Provisions in Merger and Acquisition Agreements*, in *Hofstra L. Rev.*, 2003, pp. 1361 ss.

H. LEVY – M. SARNAT, *International Diversification of Investment Portfolios*, in *American Econ. Rev.*, 1970, pp. 668 ss.

B. LIBONATI, *Rapporto di cambio e fusione di società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1979, II, pp. 114 ss.

C. LICINI, *Persone giuridiche*, in *La condizione di reciprocità. La riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, M. IEVA (a cura di), 2001, p. 167.

J. LINTNER, *The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgeting*, in *Rev. of Econ. and Stat.*, 1965, p. 13.

M. LIPTON, *Merger waves in the 19th, 20th and 21st Centuries*, 2006, consultabile sul sito: [http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/\\$FILE/Merger%20Waves_Toronto_Lipton.pdf](http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/$FILE/Merger%20Waves_Toronto_Lipton.pdf).

M. LIPTON – E.H. STEINBERG, *Takeovers and Freezeout*, 1988, pp. 9 ss.

D.E. LOGUE – J.K. SEWARD, *Anatomy of a Corporate Transformation: The Case of Daimler-Benz*, in *L. Cont. Prob.*, 1999, pp. 87 ss.

G. LOMBARDI, *Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy-out*, in *Corr. Giur.*, 2003, p. 208.

S. LOMBARDO, *Disintegrating the Regulation of the Business Corporation as a Nexus of Contracts: Regulatory competition vs. Unification of Law*, 2008, p. 5, disponibile sul sito www.ecgi.org.

S. LOMBARDO, *La libertà comunitaria di stabilimento delle società dopo il "caso Überseering": tra armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, p. 475.

S. LOMBARDO, *Libertà di stabilimento e mobilità delle società in Europa*, in *Nuova Giur. civ. comm.*, 2005, II, pp. 353 ss.

S.M. LORNE, *Acquisitions and Mergers: Negotiated and Contested Transactions*, 2001, § 2:23.

P. LUCARELLI, *Rapporto di cambio incongruo, invalidità della fusione e rimedi: una relazione ancora da esplorare*, in *Riv. dir. Comm.*, 2001, pp. 286 ss.

F. MAIELLO, *L'applicabilità della normativa di rinvio nel procedimento di creazione di holding costitutivo di SE*, in *Riv. not.*, 2007, p. 1320.

M. MANCHIN, *Determinants of Cross-border Mergers and Acquisitions*, 2004, disponibile sul sito http://europa.eu.int/comm/economy_finance.

H.G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *J. Pol. Econ.*, 1965, pp. 110 ss.

B. MANNING, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, in *Yale L. Rev.*, 1962, p. 246.

P. MANZINI - F.M. MUCCIARELLI, *Rivoluzione Cartesiana? La fine del vincolo necessario tra società e legislazione nazionale*, disponibile sul sito www.associazionepreite.it/scritti/mucciarelli004.php.

G. MARASÀ, *Nuovi confini delle trasformazioni e delle fusioni nei contratti associativi*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, pp. 311 ss.

P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, p. 46.

P. MARCHETTI, *Decreto del Presidente della Repubblica 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1988, p. 183.

P. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, 2004, p. 470, 474.

P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 573.

A. MARINI, *Clausola penale*, in *Enc. giur.*, VI, 1988.

X. MARTIN – A. SWAMINATHAN – W. MITCHELL, *Organizational evolution in the interorganizational environment: incentives and constraints on international expansion strategy*, in *Adm. Sc. Quat.*, 1998, pp. 566 ss.

L.W. MCKENZIE, *On the Existence of General Equilibrium for a Competitive Market*, in *Econometrica*, 1959, pp. 54 ss.

F.W. MCINTYRE, *De Facto Merger in Texas: Report of its Death Have Been Greatly Exaggerated*, in *Tex. Wesleyan L. Rev.*, 1996, p. 594.

S. MECHELLI, *Libertà di stabilimento per le società comunitarie e diritto societario dell'unione europea*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, II, pp. 121 ss.

L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 434 ss.

M. MENJUCQ, *Réflexion critique sur la proposition de 14^e directive relative au transfert intra-communautaire de siège social*, in *Bull. Joly*, 2000, pp. 137 ss.

P. MENTI, *Attuazione della dir. 2005/56/CE, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2009, pp. 1309 ss.

L. MEYERSON, *Breaking up an Existing Deal – The Art of "Deal-Jumping"*, in *PLI/CORP*, 1997, p. 647.

K.H. MIDELFART-KNARVIK – H.G. OVERMAN – S.J. REDDING – A.J. VENABLES, *The Location of European Industry*, 2000, disponibile sul sito http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication11136_en.pdf.

S.K. MILLER, *What Buy-Out Rights, Fiduciary Duties, And Dissolution Remedies Should Apply in the Case of the Minority Owner of a Limited Liability Company*, in *Harvard J. Legislation*, 2001, pp. 413 ss.

E.L. MILLER JR., *Mergers and Acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*, 2008, p. 8.

M. MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi*, P. BALZARINI – G. CARCANO – M. VENTORUZZO (a cura di), 2007, pp. 363 ss.

M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1199 ss.

M. MIOLA, *Lo statuto di Società europea nel diritto societario comunitario: dall'armonizzazione alla concorrenza tra ordinamenti*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 322 ss.

M.L. MITCHELL – J.H. MULHERIN, *The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity*, in *J. Fin'l Econ.*, 1996, pp. 193 ss.

S. MOCK, *Harmonization, Regulation and Legislative Competition in European Corporate Law*, in *German L. J.*, 2002, pp. 7 ss.

S.B. MOELLER – F.P. SCHLIGEMANN – R.M. STULZ, *Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave*, in *J. Fin.*, 2005, pp. 757 ss.

A.H. MOLOD, *Forms and Paperwork*, in *The Mergers and Acquisitions Handbook*, 1987, pp. 261 ss.

P. MONTALENTI, *Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 806 ss.

P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, O. CAGNASSO – L. PANZANI (diretta da), 2010, pp. 1814 ss.

P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), IV, 2, 2004, pp. 57 ss.

P. MONTALENTI, *Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, 1999, pp. 2105 ss.

A. MONTGOMERY – G. DAVIES – J. PALMER, *Deal Protection Measures in the UK*, in *Int'l Fin'l L. Rev.*, 2005, pp. 24 ss.

A. MORACE PINELLI, *Promessa del fatto del terzo è clausola penale*, in *Rass. dir. civ.*, 1996, pp. 194 ss.

A. MORANO, *Analisi delle clausole statutarie in tema di recesso alla luce della riforma della disciplina delle società di capitali*, in *Riv. not.*, 2003, p. 312.

R. MORCK – B. YEUNG, *Why Firms Diversify: Internalization vs. Agency Behavior*, 1998, disponibile sul sito www.ssrn.com.

C. MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di OPA*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 1333 ss.

C. MOSCA, *I principi di funzionamento del sistema monistico. I poteri del comitato di controllo*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2006, 2, p. 736.

F. MOSCONI – C. CAMPIGLIO, *Diritto internazionale privato e processuale*, 2006, 2, pp. 43 ss.

A. MOTTA, *Valore d'impresa e operazioni di acquisizione*, in *Manuale delle acquisizioni di imprese*, A. MOTTA (a cura di), 2003, pp. 29 ss.

F.M. MUCCIARELLI, *Company "emigration" and EC freedom of establishment: Daily Mail revisited*, in *Eur. Bus., Org. L. Rev.*, 2008, pp. 267 ss.

F.M. MUCCIARELLI, *Fusioni transfrontaliere e libertà di stabilimento delle società nell'Unione Europea: il caso "Sevic"*, in *Giur. comm.*, 2006, pp. 417 ss.

F.M. MUCCIARELLI, *Il BGH conferma la "teoria della sede reale" (e attende le scelte del legislatore)*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, pp. 266 ss.

F.M. MUCCIARELLI, *Questioni in tema di fusioni transfrontaliere*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 744 ss.

F.M. MUCCIARELLI, *Seat's transfer and the State of Origin-imposed limits to companies' mobility*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com.

H. MUIR-WATT – L.G. RADICATI DI BROZOLO, *Party Autonomy and Mandatory Rules in a Global World*, 2004, disponibile sul sito www.bepress.com.

J. NASH, *Equilibrium Points in N-Persons Games*, in *Proceedings of the National Academy of Science*, 1950, p. 48 ss.

J. NASH, *Non-Cooperative Games*, in *Econometrica*, 1951, p. 155 ss.

L. NAZZICONE, *Il sindacato giudiziale sul rapporto di cambio nella fusione*, in *Foro it.*, 2001, p. 1937.

J.P. NEARY, *Cross-border Mergers as Instruments of Comparative Advantage*, 2007, disponibile sul sito <http://www.economics.ox.ac.uk/Members/peter.neary/papers/pdf/crossbor.pdf>.

G. NICCOLINI, *Recesso per giusta causa del socio di società di capitali?*, in *Riv. dir. Comm.*, 1992, II, pp. 73 ss.

A. NICOLUSSI, *Europa e cosiddetta competizione tra ordinamenti giuridici*, in *Europa e dir. priv.*, 2006, pp. 83 ss.

R. NOBILI, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, 1958, pp. 208 ss.

R. NOBILI – M.S. SPOLIDORO, *La riduzione del capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 1993, 6*, p. 434.

V. NOCKE – S. YEAPLE, *Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct Investment: The role of firm heterogeneity*, in *J. Int'l Econ.*, 2007, pp. 336 ss.

- M. NOTARI, *Appunti sul diritto d'opzione nella riforma delle società*, in *Riv. not.*, 2002, pp. 840 ss.
- M. NOTARI, *Commento all'articolo 131*, in *La disciplina delle società quotate*, P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI (a cura di), 1999, pp. 1110 ss.
- M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo articolo 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. Comm.*, 2004, pp. 539 ss.
- M.S. OFFICER, *Termination Fees in Mergers and Acquisition*, in *J. Fin'l Econ.*, 2003, pp. 431 ss.
- G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, p. 629 ss.
- G. OPPO, *Fusione e scissione delle società secondo il d.lgs. 1991 n. 22: profili generali*, in *Riv. dir. Civ.*, 1991, II, pp. 501 ss.
- J.W. ORAVETZ, *Is a Merger Agreement Ever Certain? The Impact of the Omniscare Decision On Deal Protection Devices*, in *Del. J. Corp. L.*, 2004, pp. 809 ss.
- A. PACIELLO, *sub art. 2437*, in *Commentario*, G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004, p. 1105.
- A. PACIELLO, *sub art. 2437-quater*, in *Commentario*, G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004, p. 1136.
- V. PALEA, *Il rapporto di cambio nelle operazioni di fusione e di scissione*, 2000, p. 86.
- T. PANAGOPOULOS, *Thinking Inside the Box: Analyzing Judicial Scrutiny of Deal Protection Devices in Delaware*, in *Berkeley Bus. L. J.*, 2006, p. 439.
- L. PANZANI, *Responsabilità degli amministratori: rapporto di causalità tra atti di mala gestio e danni*, in *Giust. Civ.*, 1989, II, p. 86.
- A. PAPPALARDO, *Il diritto comunitario della concorrenza*, 2007, pp. 11 ss.
- R. PARDOLESI, *"Leveraged Buyout": una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. Comm.*, 1989, pp. 404 ss.

L. PARELLA, *Art. 2504-quater c.c.: dieci anni di giurisprudenza*, in *Giur. Comm.*, 2003, p. 369.

V. PARETO, *Trattato di sociologia generale*, 1916.

V. PARETO, *Corso di economia politica*, 1948.

S. PATRIARCA, *Brevi considerazioni in ordine all'“exit” nella s.r.l. alla luce delle prospettive di riforma*, in *Verso un nuovo diritto societario*, 2002, p. 92.

M. PERRINO, *sub art. 2501*, in *Commentario*, G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004, pp. 1934 ss.

M. PERRINO, *sub art. 2502*, in *Commentario*, G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004, pp. 1960 ss.

A. PERRONE, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione fra gli ordinamenti? Riflessioni sul caso Centros*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 1302.

M.K. PERRY – R.H. PORTER, *Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger*, in *American Econ. Rev.*, 1985, pp. 219 ss.

G. PETRELLI, *Lo stabilimento delle società comunitarie in Italia*, in *Riv. Not.*, 2004, pp. 343 ss.

M. PHILLIPS, *Weinberger to Rabkin: Fine Tuning the Doctrine of Corporate Mergers*, in *Del. J. Corp. L.*, 1986, pp. 842 ss.

L. PICONE, *Invalidità della fusione e mezzi di tutela del socio*, in *Le Società*, 1999, p. 462.

L. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, 2001, p. 6.

P. PISCITELLO, *Recesso del socio*, in *Riv. dir. Soc.*, 2008, p. 45.

P. PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 521.

F. POCAR, *La comunitarizzazione del diritto internazionale privato: una European Conflict of Laws devolution?*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2000, pp. 873 ss.

A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 428 ss.

G.B. PORTALE, "Armonizzazione" e "concorrenza" tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Corr. giur.*, 2003, pp. 96 ss.

G.B. PORTALE, *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *Europa dir. priv.*, 2005, pp. 128 ss.

G.B. PORTALE, *Lezioni di diritto privato comparato*, 2001, pp. 8 ss.

G.B. PORTALE, *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal Governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, pp. 701 ss.

R. POSNER, *A Theory of Negligence*, in *J. Legal Studies*, 1973, pp. 205 ss.

S.P. PRATT – R.F. REILLY – R.P. SCHWEIHS, *Valuing a Business*, 1996, pp. 316 ss.

D. PREITE, "Abuso" della regola di maggioranza, 1992.

D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 3**, 1993, p. 19.

G. PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, pp. 112 ss.

A. PRETO – C. DESOGUS, *La direttiva comunitaria sulle fusioni transfrontaliere di società di capitali*, in *Cont. Imp. Europ.*, 2006, pp. 258 ss.

L. PROSPERETTI – M. SIRAGUSA – M. BERETTA – M. MERINI, *Economia e diritto antitrust. Un'introduzione*, 2006, pp. 15 ss.

L.G. RADICATI DI BROZOLO, *L'influence sur les conflits de lois des principes de droit communautaire en matière de liberté de circulation*, in *Rev. Critique*, 1993, pp. 401 ss.

M. REBOA, *Criteri di stima delle azioni in caso di recesso del socio. Alcune riflessioni sull'articolo 2437-ter cod. civ.*, in *Dialoghi tra*

giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie, M. NOTARI (a cura di), 2008, p. 406.

G. RESCIO, *Dalla libertà di stabilimento alla libertà di concentrazione: riflessioni sulla direttiva 2005/56/CE in materia di fusione transfrontaliera*, in AA. VV., *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi (Venezia 10-11 novembre 2006)*, 2007, p. 1053.

G.A. RESCIO, *La partecipazione di società italiane alla costituzione di SE (Società Europee)*, studio 3-2006/A del Consiglio Nazionale del Notariato, disponibile sul sito www.notariato.it.

G.A. RESCIO, *La Società Europea tra diritto comunitario e diritto nazionale*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 969.

M. RHODES KROPF – S. VISHWANATHAN, *Market valuation and merger waves*, in *Journal of Finance*, 2004, p. 2685 ss.

S. RIELA, *La politica della concorrenza e la competitività*, disponibile sul sito <http://www.intertic.org/ItalianPapers/Riela.pdf>, 2006, p. 45 ss.

S. RIELA, *Fusioni tra public utilities e benessere del consumatore*, disponibile sul sito http://www.captha.it/public/editor/File/Captha_Ticonzero_articolo_Fusioni_tra_public_utilities_e_benessere_del_consumatore.pdf, 2008, p. 5.

G.C. RIVOLTA, *Aspetti della nuova disciplina delle concentrazioni bancarie: le fusioni eterogenee nel testo unico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, p. 290, nt. 52.

M.J. ROE, *Delaware's Competition*, in *Harv. L. Rev.*, 2003, pp. 635 ss.

M.J. ROE, *Political Determinants of Corporate Governance*, 2003.

R. ROMANO, *Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, in *J. L. Econ. & Org.*, 1985, pp. 225 ss.

R. ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, 1993, pp. 34 ss.

R. ROMANO, *The Need for Competition in International Securities Regulation*, 2001, disponibile sul sito

http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1015&context=lepp_papers.

V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, G. IUDICA – P. ZATTI (a cura di), 2001, pp. 994 ss.

R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, pp. 923 ss.

R. ROSAPEPE, *Modificazioni statutarie e recesso*, in *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, 2003, pp. 303 ss.

L.S. ROSSI, *L'incidenza dei principi del diritto comunitario sul diritto internazionale privato: dalla "comunitarizzazione" alla "costituzionalizzazione"*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2004, pp. 63 ss.

N. ROTHE, *Freedom of Establishment of Legal Persons within the European Union: An Analysis of the European Court Decision in the Überseering Case*, in *Am. U. L. Rev.*, 2004, pp. 1103 ss.

R.S. RUBACK, *Assessing Competition in the Market for Corporate Acquisitions*, in *J. Fin. Econ.*, 1983, pp. 147 ss.

R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, R. SACCO (diretto da), 2004, p. 157 ss.

V. SALAFIA, *Osservazioni in tema di recesso di un socio della società per azioni per deliberazioni modificatrici dell'oggetto sociale*, in *Mon. Trib.*, 1972, p. 5.

L. SALVATORE, *Il "nuovo" diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. imp.*, 2003, p. 640.

C. SANTAGATA, *La fusione tra società*, 1964, p. 273.

C. SANTAGATA, *La sospensione della deliberazione nella ricostruzione dei mezzi di tutela nei casi di invalidità nella fusione o irregolarità dell'iscrizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, p. 119.

C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 7**, 1, 2004, pp. 41 ss.

C. SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1531.

A. SANTA MARIA, *European Economic Law*, 2009, pp. 120 ss.

A. SANTA MARIA, *La convenzione CEE sul reciproco riconoscimento delle società e persone giuridiche*, in *Il diritto delle società nella Comunità Economica Europea*, 1975.

P.G. SAVOR – QI LU, *Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

E.J. SCHAEFER, *The Fallacy of Weighting Asset Value and Earnings Value in the Appraisal of Corporate Stock*, in *Cal. L. Rev.*, 1982, pp. 1032 ss.

C.P. SCHINDLER, *Cross-Border Mergers in Europe – Company Law is Catching Up!*, in *Eur. Com. Fin'l L. Rev.*, 2006, pp. 117 ss.

L. SCHIUMA, *I poteri del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2006, 2, p. 688.

A. SCHLEIFER – R. VISHNY, *Stock market driven acquisitions*, in *Journal of Financial Economics*, 2003, p. 295 ss.

R. SCHOENBERG – L.M. SEOW, *Cross-border Acquisitions: A Comparative Analysis*, working paper presentato alla 47esima conferenza annuale della Academy of International Business, 2005.

W. SCHÖN, *The Mobility of Companies in Europe and the Organizational Freedom of Company Founders*, in *Eur. Comp. Fin.l Rev.*, 2006, pp. 133 ss.

O. SCHMIDT, *La nuova legge tedesca sulle trasformazioni di imprese*, in *Dir. comm. int.*, 1995, pp. 889 ss.

S.H. SCHULMAN & A. SCHENK, *Shareholders' Voting and Appraisal Rights in Corporate Acquisition Transactions*, in *Bus. L.*, 1983, pp. 1529 ss.

U. SCHWALBE – D. ZIMMER, *Law and Economics in European Merger Control*, 2009, p. 26 ss.

A. SCHWARTZ, *Search Theory and the Tender Offer Auction*, in *J. L., Econ. And Org.*, 1986, pp. 229 ss.

J. SCHWARTZSTEIN – A. SHLEIFER, *Litigation and Regulation*, 2009, disponibile sul sito www.nber.org/papers/w14752.

G. SCOGNAMIGLIO, *La nullità della fusione nella direttiva CEE e nello schema di legge di attuazione*, in *Riv. not.*, 1990, I, p. 902.

G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 7**2, 2004, p. 166.

J. SELIGMAN, *Reappraising the Appraisal Remedy*, in *Geo. Wash. L. Rev.*, 1984, p. 860.

A. SEN, *The impossibility of a Paretian Liberal*, in *Journal of Political Economy*, 1970.

M. SEPE, *La costituzione della società europea nel riferimento alle unità economico-giuridiche nazionali*, in *La nuova disciplina della società europea*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), 2008, p. 174, nt. 51.

A. SERRA – M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, 1994, pp. 94 ss.

A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di dir. Priv.*, P. RESCIGNO (diretto da), 17, 3, 1985, p. 370.

A. SETH – K.P. SONG – R. PETTIT, *Synergy Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms*, in *J. Int'l Bus. Studies*, 2000, pp. 387 ss.

W.F. SHARPE, *Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, in *J. Fin.*, 1964, p. 425.

S. SHAVEL, *A Model of the Optimal Use of Liability and Safety Regulation*, in *RAND J. Econ.*, 1984, pp. 271 ss.

S. SHAVELL, *Foundations of Economic analysis of Law*, 2004, pp. 1ss.

S. SHAVELL, *Liability for Harm versus Regulation of Safety*, in *J. Legal Studies*, 1984, pp. 357 ss.

K. SHIMIZU – M. HITT – D. VAIDYANATH – V. PISANO, *Theoretical Foundations of Cross-border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future*, in *J. Int'l Mgmt.*, 2004, pp. 307 ss.

M. SIEGEL, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, in *Harvard J. Legislation*, 1995, p. 79.

M. SIEGEL, *Fiduciary Duty Myths In Close Corporate Law*, in *Del. J. Corp. L.*, 2004, p. 377.

M.S. SIEMS, *Convergence, Competition, Centros, Conflicts of Law: European Company Law in the 21st Century*, in *Eur. L. Rev.*, 2002, pp. 47 ss.

M.M. SIEMS, *Sevic: Beyond Cross-border Mergers*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2007, p. 315.

M.M. SIEMS, *Shareholders Protection Across Countries – Is the EU on the Right Track?*, 2006, p. 41.

M.M. SIEMS, *Shareholders Protection around the World*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com.

M. SIEMS, *The Case against Harmonisation of Shareholders Rights*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

M.S. SIEMS, *The European Directive on Cross-border Mergers: An International Model?*, in *Colum. J. Eur. L.*, 2005, pp. 167 ss.

E. SIMONETTO, *Delle società, della trasformazione e della fusione*, in *Commentario Scialoja – Branca*, 1971, p. 376.

E.O. SMIGEL, *The Wall Street Lawyer*, 1964, pp. 7 ss.

A. SMITH, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776, p. 741.

B.H. SOLNIK, *Why not Diversify Internationally Rather than Domestically*, in *Fin'l Analyst J.*, 1974, pp. 48 ss.

F. SOMMER – A. WÖHRMANN – A. WÖMPENER, *Exploring the accuracy of DCF and comparables valuations methods by using ex-post market data as forecasts*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com.

P. SPADA, *Autorità e libertà nel diritto delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, II, pp. 703 ss.

P. SPADA, *Dalla trasformazione delle società alle trasformazioni degli enti ed oltre*, in *Diritto commerciale. Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, N. CRISCI (a cura di), 2005, III, p. 3883, nt. 3.

P. SPADA, *Relazione di sintesi*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, C. MONTAGNANI (a cura di), 2004, pp. 271 ss.

H. SPAMANN, *On the Insignificance and/or Endogeneity of La Porta et al.'s "Anti-Director Rights Index" under Consistent Coding*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

M. SPENCE, *Consumers Misperceptions, Product Failure and Producer Liability*, in *Rev. Econ. Studies*, 1977, pp. 561 ss.

M.S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*, in *Le Società*, 2000, pp. 81 ss.

L. STANGHELLINI, *Osservazioni in materia di sindacabilità nel rapporto di cambio nella fusione dopo la riforma del 1991*, in *Giur. Comm.*, 1995, p. 135.

G. STEDMAN, *Takeovers*, 1993.

M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 395.

M. STELLA RICHTER, *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 286 ss.

G. STROZZI, *Diritto dell'Unione Europea. Parte istituzionale. Dal Trattato di Roma alla Costituzione europea*, 2005, pp. 195 ss.

R.M. STULZ, *On the Effects of Barriers to International Investments*, in *J. Fin.*, 1981, pp. 923 ss.

G. SUBRAMANIAN, *The Disappearing Delaware Effect*, 2002, disponibile sul sito www.ssrn.com.

G. SUBRAMANIAN, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the "Race" Debate and Antitakeover Overreaching*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2002, pp. 1795 ss.

P.S. SUDARSANAM – A.A. MAHATE, *Are Friendly Acquisitions Too Bad for Shareholders and Managers? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers*, in *British J. Management*, 2006, pp. 7 ss.

S. SUDARSANAM, *Creating value from Merger & Acquisition: the challenges, an integrated and international perspective*, 2003.

S. SUDARSANAM, *The Essence of Mergers and Acquisitions*, 1995, pp. 13 ss.

S. SUDARSANAM – P. HOLL – A. SALAMI, *Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure*, in *J. Bus. Fin. Acc.*, 1996, pp. 673 ss.

G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, 1973, pp. 154 ss.

A.J. TAPIA HERMIDA, *Metodos de concentracion transfronteriza intracomunitaria de sociedades cotizadas: Fusiones, OPAs y otros métodos alternativos. Las directivas 2004/25/CE y 2005/56/CE*.

H.P. TARBERT, *Merger Breakup Fees: A Critical Challenge To Anglo-American Corporate Law*, in *Law & Pol'y Int'l Bus.*, 2003, p. 633.

C.R. TAYLOR, *The inadequacy of Fiduciary Duty Doctrine: Why Corporate Managers Have Little to Fear and What Might Be Done About It*, 2008, disponibile sul sito www.ssrn.com.

S. TERSILLA, *La lettera di intenti nella trattativa per l'acquisizione di un pacchetto azionario di riferimento*, in *Dir. comm. int.*, 2003, pp. 517 ss.

R.S. THOMAS, *Revising the Delaware Appraisal Statute*, in *Delaware Law Rev.*, 2000, pp. 3 ss.

R.B. THOMPSON, *Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal Role in Corporate Law*, in *Geo. L.J.*, 1995, p. 2.

A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, 2007, p. 104.

E. TINO, *Fusione: evento modificativo o estintivo? Brevi riflessioni a seguito della riforma*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, pp. 235 ss.

A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 372.

B.C. TOMS, *Compensating Shareholders Frozen Out in Two-Step Mergers*, in *Colum. L. Rev.*, 1978, p. 562.

H. TRENDELENBURG, *Cross-Border Mergers: Problems and Solutions*, in *Int'l Bus. Law.*, 2002, p. 71.

G.G. TRIANTIS – R.J. DANIEL, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, in *Cal. L. Rev.*, 1995, pp. 1073 ss.

N. TROCKER, *Class action negli USA – e in Europa?*, in *Contr. imp. Eur.*, 2009, pp. 178 ss.

T.H. TRÖGER, *Choice of jurisdiction in European Corporate Law - Perspectives of European corporate governance*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2005, pp. 15 ss.

A. TUCCI, *Illegittimità dell'esercizio del recesso e responsabilità della banca*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, pp. 20 ss.

A. UGLIANO, *The New Cross-Border Mergers Directive: Harmonisation of European Company Law and Free Movement*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2007, pp. 588 ss.

UNCTAD, *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, 2000, disponibile sul sito: http://www.unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf.

UNCTAD, *World Investment Report 2006: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, 2006, disponibile sul sito: http://unctad.org/en/docs/wir2006_en.pdf.

P. VALENTINO, *L'informativa societaria. La disciplina informativa degli emittenti dopo il Testo Unico della Finanza*, 1999.

R. VAN DEN BERGH, *Towards an Institutional Legal Framework for Regulatory Competition in Europe*, in *Kyklos*, 2000, pp. 437 ss.

G.V. VARALLO – S.M. RAJU, *A Fresh look at Deal Protection Devices: Out from the Shadow of the Omnipresent Specter*, in *Del. J. Corp. L.*, 2001, p. 976.

G.V. VARALLO – S.M. RAJU, *A Process Based Model for Analyzing Deal Protection Measures*, in *Bus. Law.*, 2000, pp. 1611 ss.

G.M. VASCONCELLOS – R.J. KISH, *Cross-border Mergers and Acquisitions: The European – US Experience*, in *J. Multin'l Fin'l Mgmt.*, 1998, pp. 431 ss.

F. VELLA, *Audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze riunite sullo schema di decreto recante "Riforma organica della*

disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366", 26 novembre 2002.

M. VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso in caso di direzione e coordinamento di società (art. 2947-quater, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 1179.

M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391-bis, Amministratori*, F. GHEZZI (a cura di), in *Commentario alla riforma del diritto societario*, P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (diretto da), 2005, pp. 501 ss.

M. VENTORUZZO, *"Cost-based" and "Rule-based" Regulatory competition: Markets for Corporate Charters in the U.S. and the EU*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

M. VENTORUZZO, *Criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 330.

M. VENTORUZZO, *Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Law and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Right under Italian Law*, pp. 11 ss., disponibile sul sito www.ssrn.com.

M. VENTORUZZO, *Experiments in Comparative Corporate Law: the Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market of Rule in the Absence of Effective Regulatory Competition*, in *European Company and Financial Law Review*, 2005, p. 244, nt. 106.

M. VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental analysis and Reform Proposal*, 2009, in www.ssrn.com.

M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 402.

M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova Giur. civ. comm.*, 2005, p. 435, nt. 4.

M. VENTORUZZO, *The Thirteen Directive and the Contrasts between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, not so Different (Political and Economic) End?*, 2005, pp. 65 ss., disponibile sul sito www.ssrn.com.

A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, 2004, pp. 3 ss.

F.C. VILLATA, *Spunti di riflessione a margine di una recente giurisprudenza onoraria in tema di fusione internazionale*, in *Dir. comm. int.*, 2001, pp. 77 ss.

X. VIVES, *Oligopoly pricing: old ideas and new tools*, 1999, p. 90 ss.

S.R. VOLK – L.H. LEICHER – R.S. KOLOSKI, *Negotiating Business Combination Agreements, The Seller's Point of View*, in *San Diego L. Rev.*, 1996, pp. 1110 ss.

J. VON NEUMANN – O. MORGENSTERN, *The Theory of Games and Economic Behavior*, 1944.

WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *Takeover Law and Practice*, 2009, p. 63.

J.P. WALSH – R.D. KOSNIK, *Corporate Raiders and Their Disciplinary Role in the Market for Corporate Control*, in *Aca. Mgmt. J.*, 1993, pp. 671 ss.

H.M. WATT, *La fonction subversive du droit comparé*, in *Rev. int. dr. comp.*, 2000, pp. 503 ss.

R. WEIGMANN, *La nuova legge italiana sulle offerte pubbliche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, pp. 428 ss.

E.J. WEISS, *Balancing Interests in Cash-out Mergers: The Promise of Weinberger v. UOP Inc.*, in *Delaware J. Corp. L.*, 1983, p. 4, nt. 17.

E.J. WEISS, *The Law of Take-out Mergers: A Historical Perspective*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 1981, pp. 627 ss.

E. WERLAUFF, *The Law of the European Company*, 2003, pp. 6 ss.

B.M. WERTHEIMER, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, in *Duke L. J.*, 1998, p. 616.

J.F. WESTON, *Mergers & Acquisitions as Adjustment Process*, in *Journal of Industry, Competition and Trade*, 2001, p. 395.

J.F. WESTON – S. WEAVER, *Mergers and Acquisitions*, 2001, pp. 23 ss.

R.K. WINTER JR., *State Law, Shareholders Protection, and the Theory of Corporation*, in *J. Legal Stud.*, 1977, pp. 251 ss.

J. WOUTERS, *European Company Law: Quo vadis?*, in *Common Mkt. L. Rev.*, 2000, pp. 269 ss.

M. WYCKAERT – K. GEENS, *Cross-border mergers and minority protection. An open-ended harmonization*, in *Utrecht Law Review*, 2008, p. 52; disponibile anche sul sito www.ssrn.com.

E. WYMEERSCH, *Centros: A Landmark Decision in European Company Law*, relazione presentata al convegno su *The Delaware Effect – The Race to the Bottom in European Law?*, organizzato dal Centre of European Legal Studies, dell'Università di Cambridge, 13 novembre 1999.

E. WYMEERSCH, *Centros: A Landmark Decision in European Company Law*, 1999, p. 18, disponibile sul sito www.ssrn.com.

E. WYMEERSCH, *Is a Directive on Corporate Mobility Needed?*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2007, pp. 169 ss.

E. WYMEERSCH, *The Transfer of the Company's Seat in European Company Law*, 2003, disponibile sul sito www.ssrn.com.

G. ZAGRA, *Termine di revoca della delibera che ha legittimato il recesso nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2007, pp. 751 ss.

G. ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 3**, 1993, pp. 242 ss.

Giurisprudenza

Sentenza del 15 luglio 1964, causa 6/64, Flaminio Costa, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:61964J0006:IT:HTML>.

Sentenza del 3 luglio 1974, causa 91/74, Casagrande, in *Raccolta*, 1974, p. 779.

Sentenza del 14 gennaio 1988, causa 63/86, Commissione c. Repubblica italiana, in *Raccolta*, 1988, p. 29.

Sentenza del 27 settembre 1988, causa 81/87, Daily Mail and General Trust P.L.C. ("**Daily Mail**"), in *Raccolta*, 1988, p. 5483.

Sentenza del 30 maggio 1989, causa 305/87, Commissione c. Repubblica greca, in *Raccolta*, 1989, p. 1461.

Sentenza del 25 luglio 1991, causa C-221/89, Factortame, in *Raccolta*, 1991, p. I-3905.

Sentenza del 28 gennaio 1992, causa C-204/90, Bachmann, in *Raccolta*, p. I-249.

Sentenza del 7 luglio 1992, causa C-369/90, Micheletti, in *Raccolta*, 1992, p. I-4239.

Sentenza del 31 marzo 1993, causa C-19/92, Kraus, in *Raccolta*, p. I-1663.

Sentenza del 14 febbraio 1995, causa C-279/93, Schumacker, in *Raccolta*, 1995, p. I-225.

Sentenza del 30 novembre 1995, causa C-55/94, Gebhard, in *Raccolta*, p. I-4165.

Sentenza del 9 marzo 1999, causa C-212/97, Centros Ltd, disponibile sul sito www.curia.europa.eu.

Sentenza del 5 novembre 2002, causa C-208/00, Überseering BV, disponibile sul sito www.curia.europa.eu.

Sentenza del 30 settembre 2003, causa C-167/01, Inspire Art Ltd, disponibile sul sito www.curia.europa.eu.

Sentenza del 16 dicembre 2008, causa C-210/06, Cartesio Oktató és Szolgáltató bt, disponibile sul sito www.curia.europa.eu.

Cass. 28 ottobre 1980, n. 5790, in *Mass. Giust. Civ.*, 1980, pp. 2427 ss.

Cass. 20 giugno 1983, n. 4236.

Cass. 29 maggio 1986, n. 3628.

Cass. 28 marzo 1996, n. 2850, in *Foro it.*, 1997, I, p. 235; Trib. Roma 19 luglio 2005, in *Foro it.*, 2006, I, p. 1622.

Cass. 5 maggio 1995, n. 4923, con nota di M.A. IMBRENDA, *L'abuso di potere da parte della maggioranza vizia la delibera*, in *Le Società*, 1995, pp. 1548 ss.

Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151.

Cass. 14 maggio 1998, n. 4853.

Cass. 25 marzo 2003, n. 4372, in *Le Società*, 2003, pp. 1109 ss.

Cass. 11 giugno 2003, n. 9353.

Cass. 26 agosto 2004, n. 17012, in *Riv. notariato*, 2005, II, pp. 141 ss., con nota di M. CHIRILLI, *Diritto di recesso e rimborso delle azioni nella riforma del diritto societario*, pp. 146 ss.

Cass. Sez. Unite, 8 febbraio 2006 n. 2637, in *Le Società*, 2006, pp. 459 ss.

App. Lecce, 30 gennaio 1988, in *Giur. it.*, 1989, I, 2, pp. 334 ss.

App. Roma 30 novembre 1993, n. 3184, in *Rass. dir. civ.*, 1996, pp. 193 ss.

App. Milano, 30 marzo 2001, in *Giur. comm.*, II, 2002, pp. 200 ss.

App. Milano, 12 marzo 2002, in *Giur. it.*, 2002, p. 2103.

App. Milano, 21 aprile 2007, in *Le Società*, 2008, pp. 1121 ss.

Trib. Venezia, 18 marzo 1966; App. Venezia, 13 novembre 1970, in *Foro it.*, 1971, I, p. 755.

Trib. Milano, 26 giugno 1989, in *Giur. comm.*, 1990, p. 122.

Trib. Perugia, 26 aprile 1993, in *Giur. comm.*, 1995, pp. 134 ss., con nota di L. STANGHELLINI.

Trib. Como, 11 ottobre 1993, in *Le Società*, 1994, p. 248.

Trib. Catania, 18 giugno 1994 (ord.), in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, pp. 109 ss., con nota di C. SANTAGATA.

Trib. Milano, 20 gennaio 1998, in *Foro Padano*, 1998, pp. 258 ss., con nota di M.S. SPOLIDORO.

Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Giur. it.*, 1999, pp. 2106 ss.

Trib. Milano, 10 febbraio 2000, in *Giur. comm.*, 2001, p. 334.

Trib. Milano, in *Riv. dir. Comm.*, 2001, pp. 269 ss.

Trib. Genova, 21 dicembre 2000, in *Riv. dir. Comm.*, 2001, p. 269.

Trib. Roma 12 ottobre 2001, in *Le Società*, 2002, p. 888.

Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Corr. giur.*, 2003, pp. 208 ss.

Trib. Milano, 8 settembre 2003, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 198 ss.

Trib. Varese, 26 novembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 473 ss.

Trib. Milano, 19 settembre 2007, in *Giur. It.*, 2008, pp. 371 ss., con nota di M. SPIOTTA.

Trib. Salerno, 31 ottobre 2008, disponibile sul sito <http://dejure.giuffre.it>.

Ace Limited v. Capital Re Corp., 747 A.2d 95, 98, 102, (Del. Ch. 1999).

Andra v. Blount, 772 A.2d 183, 194 (Del. Ch. 2000).

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

Beloff v. Consolidated Edison Co., 300 N.Y. 11, 87 N.E.2d 561 (1949).

Borruso v. Communications Telesystems International, 753 A.2d 451 (Del. Ch. 1999).

Carl Marks & Co. v. Universal City Studios, Inc., 43 Del. Ch. 391, 233 A.2d 63 (Del. 1967).

Cavalier Oil Corp. V. Harnett, 564 A.2d 1137 (Del. 1989).

Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 542 A.2d 1182 (Del. 1988), ("*Technicolor I*").

Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 684 A.2d 289, 301 (Del. 1996), ("*Technicolor IV*").

Chicago Corp. V. Munds, 172 A.452, 455-456 (Del. Ch. 1934).

Columbia Mgmt. Co. v. Wyss, 765 P.2d 207 (Or. 1988);
Blasingame v. Am. Materials, Inc., 654 S.W.2d 659, 665 (Tenn. 1983).

- Cooper v. Pabst Brewing Co.*, civ. A. No. 7244, (Del. Ch. 1993).
- Coyne v. Park & Tilford Distillers Corp.* 38, Del. ch. 514, 154 A.2d 893 (1959).
- CW Shareholdings Inc v. WIC Western International Communications Ltd*, 39 OR (3d) 755 (1998).
- David J. Green & Co. v. Schenley Industries, Inc.*, 281, A.2d 30 (Del. Ch. 1971).
- Farris v. Glen Alden Corp.*, 393 Pa. 427, 143 A.2d 25 (1958).
- Federal United Corp. v. Havender*, 24 Del. ch. 318, 11 A.2d 331 (1940).
- Glassman v. Unolocal Exploration Corporation*, 777 A.2d 242 (Del. 2001).
- Gonsalves v. Straight Arrow Publishers Inc.*, 701 A.2d 357, 360 (Del. 1997).
- Green v. Santa Fe Indus., Inc.*, 533 F.2d 1283, 1297-1298 n. 4 (2d Cir. 1976).
- Hariton v. Arco Elecs., Inc.*, 188 A.2d 123, 125 (Del. 1963).
- Hintmann v. Fred Weber, Inc.*, (Del. Ch. 1998).
- In re Arthur Yates & Co. Ltd.* (2001) 36 A.C.S.R. 758, 9.
- In re IXC Communications, Inc., S'holders Litig.*, No. 17334 (Del Ch. 1999).
- In re Timmis*, 200 N.Y. 177, 181, 93 N.E. 522, (1910).
- In re Valuation of Common Stock of Libby, McNeill & Libby*, 406 A.2d 54, 60 (Me. 1979).
- Ivanhoe Partners v. Newmont Min. Corp.*, 533 A.2d 585, 609 (Del. Ch. 1987).
- Kleinwort Benson Ltd. V. Silgan Corp.*, civ. A. No., 11107, (Del. Ch. 1995).

Jacques Coe & Co. v. Minneapolis-Moline Co., 75 A.2d 244, 246 (Del. Ch. 1950).

Leader v. Hycor, Inc., 479 N.E.2d 173, 178 (Mass. 1985).

Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford, 918 A.2d 1172, (Del Ch. 2007).

McMillan v. Intercargo Corp., 768 A.2d 492, 505 (Del. Ch. 2000).

M.G. Bancorporation, Inc. v. LeBeau, 737 A.2d 513 (Del. 1999).

Mills Acquisition Co. v. Mcmillan, Inc., 559 A.2d 1261, 1286 n. 37 (Del. 1988).

Morris v. Peoples Indep. Bancshares, Inc., 632 So. 2d 1340 (Ala. 1994).

M.P.M. Enterprises, Inc. v. Gilbert, 731 A.2d 790 (Del. 1999).

Nebel v. Southwest Bancorp, Inc., (Del. Ch. 1995).

ONTI, Inc. v. Integra Bank, 751 A.2d 904, 926 (Del. Ch. 1999).

Orzeck v. Englehart, 192 A.2d 36 (Del. Ch. 1963).

Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

Paramount Communications, Inc., v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994).

Paskill Corp. v. Alcoma Corp., 747 A.2d 549 (Del. 2000).

Pellman & Cinerama, Inc., 503 F. Supp. 107, 110 (S.D.N.Y. 1980).

Perlman v. Permonite Mfg. Co., 568 F. Supp. 222, 226 (N.D. Ind. 1983).

Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals, 202, 203 (Del Ch. 1999).

Poole v. N.V. Deli Maatshappij, 243 A.2d 67, 69 (Del. 1968).

Rand v. Western Air Lines, Inc., No., CIV.A.8632, (Del. Ch. 1994).

- Rapid-American Corp. v. Harris*, 603 A.2d 804 (Del. 1992).
- Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).
- Richardson v. Palmer Broadcasting*, 353 N.W.2d 374, 378 (Iowa 1984).
- Roessler v. Sec. Sav. & Loan Co.*, 72 N.E.2d 259, 260 (Ohio 1947).
- Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (Del. 1977).
- Schneyer v. Shenandoah Oil Corp.*, 316 A.2d 570 (Del. Ch. 1974).
- Seagraves v. Urstadt Prop. Co.*, N. 10307, 1989, 15 (Del. Ch. 1989).
- Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc.*, 750 A.2d 1170, 1173 (Del. 2000).
- Spague v. Illinois River R.R.*, 19 III. 173, 178 (1857).
- Stauffer v. Standard Brands, Inc.*, 41 Del. ch. 7, 187 A.2d 78 (Del. 1962).
- Tri Cont'l Corp. V. Battye*, 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950).
- Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- Voeller v. Neilston Warehouse Co.* 311 U.S. 531, 535 n. 6 (1941).
- Walter Cheesman Realty Co. v. Moore*, 770 P.2d 1308, 1311 (Colo Ct. App. 1988).
- Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d, 701, 711 (Del. 1983).
- Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368, (Del. 1996).
- Wright v. Oroville Gold, Silver & Copper Mining Co.*, 40 Cal. 20 (1870).

